



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Kapitalstruktur i svenska detaljhandelsföretag

*En kvantitativ studie om variabler som förklarar
kapitalstruktur*

Kandidatuppsats i företagsekonomi
Externredovisning
Vårterminen 2019

Handledare: Andreas Hagberg

Författare:
Hanna Frändegård 950316
Madeleine Hammarstrand 950612

Förord

Vi vill tacka vår handledare Anderas Hagberg för värdefull vägledning under arbetet med denna kandidatuppsats. Vidare vill vi även tacka Johan Åkesson och övriga uppsatsskrivare som deltagit vid seminarier och gett oss feedback under arbetets gång. Deras reflektioner och input har gett oss nya infallsvinklar på vår studie.

Hanna Frändegård & Madeleine Hammarstrand

Göteborg, 1 juni 2019

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Kandidatuppsats, Externredovisning VT 19

Författare: Hanna Frändegård och Madeleine Hammarstrand

Handledare: Andreas Hagberg

Titel: Kapitalstruktur i svenska detaljhandelsföretag. En kvantitativ studie om variabler som förklarar kapitalstruktur

Bakgrund och problem: En central fråga för alla företag är hur verksamheten ska finansieras. Detta leder till att frågan om hur företags kapitalstruktur bör se ut ständigt är aktuell, och trots mycket tidigare forskning finns inget enligt svar kring varken vad som förklarar kapitalstrukturen eller hur det förklarar. Detaljhandeln är en stor och viktig bransch för Sverige, men även en bransch som står inför stora förändringar. Det är därför av intresse att undersöka kapitalstrukturen inom denna bransch för att ge beslutsfattare på företag inom detaljhandeln ökad förståelse för kapitalstruktur och dess påverkan på verksamheten.

Syfte: Syftet med denna studie är att empiriskt undersöka hur de företagsspecifika variablerna ålder, storlek, lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur kan förklara kapitalstrukturen hos svenska företag inom detaljhandeln.

Metod: Studien har upprättats genom en kvantitativ metod där data från 205 svenska detaljhandelsföretag har hämtats för åren 2009–2017 i syfte att finna signifikanta samband mellan den beroende variabeln och förklaringsvariablerna. För att undersöka dessa samband används en statistisk analysmodell i form av en multipel regressionsmodell. För att tolka och analysera de samband som studien finner görs kopplingar till studiens referensram, vilken består av teori och tidigare forskning inom kapitalstruktur.

Resultat och slutsatser: Resultatet i studien visar att två av fem mothypoteser kan accepteras. Dessa är lönsamhet och tillväxt och visar att det existerar signifikanta samband som innebär att skuldsättningen minskar med ökad lönsamhet samt att skuldsättningen ökar med ökad tillväxt i svenska detaljhandelsföretag. Nollhypotesen för tillgångsstruktur accepteras då den visar på ett signifikant negativt samband, vilket innebär att variabeln delvis förklarar kapitalstrukturen men i motsatt riktning. Den multipla regressionsanalysen visar på en liten, men dock signifikant förklaringsgrad, vilket indikerar att den valda modellen endast kan förklara kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag till viss del. Utifrån dessa resultat kan slutsatsen dras att förklaringsvariablerna lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur med statistisk signifikans kan sägas bidra till att förklara kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag.

Förslag till fortsatt forskning: Med anledning av den låga förklaringsgraden är vidare studier inom området önskvärda. Ett alternativ är att inkludera ytterligare variabler i denna studies modell för att se om starkare samband kan finnas. Andra riktningar är att undersöka om den heterogenitet som finns i detaljhandelsbranschen påverkar, vilket kan hanteras genom att dela in branschen i underbranscher som undersöks. En tredje riktning är att försöka särskilja de företag som är fristående alternativt moderbolag för att se om detta har någon påverkan då dotterbolag inte har full kontroll över sin kapitalstruktur.

Nyckelord: Kapitalstruktur, Detaljhandel, Pecking order, Trade off

Begreppsdefinitioner

Kapitalstruktur

Det generella sättet att beskriva kapitalstruktur utgörs av förhållandet mellan skulder och eget kapital.

Skuldsättning

För att mäta kapitalstruktur i denna studie beräknas totala skulder i förhållande till totala tillgångar och måttet benämns som skuldsättning.

Detaljhandelsbranschen

Branschen som studeras utgår från företag som ingår i branschen “Detaljhandeln” som hittas genom tjänsten “Branschsök” i Retriever Business.

Svenska detaljhandelsföretag

Företagen som studeras är svenska icke-noterade aktiebolag inom detaljhandelsbranschen som uppfyller följande kriterier i Retriever Business: omsättning över 80 miljoner kronor, värde av totala tillgångar över 40 miljoner kronor samt fler än 49 anställda.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.4 Bidrag.....	3
1.5 Disposition	3
2. Referensram & hypotesutveckling.....	4
2.1. Kapitalstruktur	4
2.2 Pecking order-teorin	4
2.3 Trade off- och agentteorin.....	5
2.4 Detaljhandeln och dess kapitalstruktur.....	6
2.5 Hypotesutveckling	7
2.5.1 Ålder.....	7
2.5.2 Storlek	8
2.5.3 Lönsamhet	9
2.5.4. Tillväxt	9
2.5.5. Tillgångsstruktur	10
2.6 Sammanfattning av referensram	10
3. Metod.....	12
3.1 Val av metod.....	12
3.2 Tillvägagångssätt	12
3.2.1 Statistisk modell	12
3.2.2 Definitioner av variabler	13
3.2.3 Urval.....	14
3.3 Datainsamling	15
3.3.1 Insamling av teori.....	15
3.3.2 Insamling av data.....	16
3.3.3 Statistisk bearbetning av data	16
3.4 Analysmodell	18
3.5 Begränsningar	18
4. Resultat & analys	19
4.1 Beskrivande statistik.....	19
4.2 Analys av hypoteser.....	20
4.2.1 Ålder.....	21
4.2.2 Storlek	22
4.2.3 Lönsamhet	23
4.2.4 Tillväxt	24
4.2.5 Tillgångsstruktur	25
4.3 Analys av multipel regression	26

4.4 Resultatdiskussion	27
5. Slutsats.....	29
5.1 Förslag till vidare forskning	30
6. Referenser	32

1. Inledning

1.1 Bakgrund

En central fråga som företag måste ta ställning till är hur verksamheten ska finansieras. Företag är beroende av investeringar för att växa och hur dessa investeringar finansieras kan vara avgörande för företagets överlevnad (Kumar, 2017). Detta leder till en diskussion om hur eget kapital och skulder bör fördelas. Dessa två utgör kapitalstrukturen i ett företag och ger en bild av hur företaget är finansierat. Effekten av kapitalstrukturen syns främst i nyckeltalen soliditet, vilket presenterar det egna kapitalets andel av de totala skulderna, samt skuldsättningsgrad, vilket presenterar hur stora skulderna är i förhållande till det egna kapitalet. Kapitalstruktur bestående av större andel eget kapital ökar således soliditeten och minskar skuldsättningsgraden medan en kapitalstruktur med större andel skulder gör det motsatta.

Teorier kring kapitalstrukturens betydelse började utvecklas på 1950-talet med Modigliani och Millers artikel "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" (1958). I artikeln presenterar författarna sin irrelevante teori vilken bygger på att företags val av finansiering, och därmed kapitalstruktur, inte påverkar värdet på företaget. Utifrån denna artikel har sedan ytterligare teorier och modeller för kapitalstruktur uppstått. Myers artikel "The Capital Structure Puzzle" (1984) presenterar två teorier kring kapitalstruktur som sedan dess använts av många forskare i diskussioner kring kapitalstruktur; trade off-teorin samt pecking order-teorin. Trade off-teorin tar synsättet att företag har som mål att nå en specifik kapitalstruktur och arbetar för att successivt röra sig mot den. Pecking order-teorin diskuterar istället att det finns en rangordning kring vilket sorts kapital företag föredrar där internt genererade medel tas i första hand och extern finansiering i andra, där lån i sin tur föredras framför nyemission (Myers, 1984). Ett antal empiriska studier kring vad som förklarar kapitalstrukturen i företag har sedan dess genomförts. Förklaringsvariabler som undersökts är bland annat företagsstorlek, tillväxtmöjligheter, lönsamhet och industritillhörighet (Marsh, 1982; Bradley, Jarrel & Kim, 1984; Titman & Wessels, 1988).

Michaelas, Chittenden och Poutziouris (1999) undersökte ett antal av dessa förklaringsvariabler för att se om, och i så fall vilka av dem, som förklarar kapitalstrukturen för små och medelstora företag. Andra författare har fokuserat på branschtillhörighet, till exempel Dakua (2019) som undersökt avgörande variabler för kapitalstrukturen inom stålindustrin, samt Delicado Teixeira och Meli Parreira (2015) som tittat på kapitalstrukturen hos företag inom informationsteknologisektorn. Abdou, Kuzmic, Pointon och Lister (2012) har även de fokuserat på branschtillhörighet men istället undersökt kapitalstrukturen för företag inom detaljhandeln. Det branschspecifika fokuset är något som även denna studie kommer anta genom att studera svenska detaljhandelsföretag.

I Sverige är detaljhandeln en viktig del av samhället då den tillhandahåller stor andel av de varor vi konsumerar och dessutom sysselsätter en halv miljon människor (Svensk Handel, 2017). Det är även en bransch i förändring, till stor del på grund av digitalisering och de förändringar i levnadsvanor det leder till. Svensk Handel (2018) förutspår i en rapport om detaljhandels utveckling att konsumenter år 2025 kan komma att spendera var tredje krona online istället för i fysiska butiker, att den internationella e-handeln kommer leda till att en stor mängd arbetstillfällen flyttar utomlands och att det kommer finnas både färre butiker och anställda inom detaljhandeln år 2025. Rapporten förutspår även att rörelsemarginalen inom branschen kan komma att permanent minska vilket framförallt skapar problem för de företag som främst säljer andras produkter. Inom branschen föreligger det dock skillnader mellan underbranscherna vilket resulterar i att de påverkas av förändringar på olika sätt. Dessa förändringar sätter press på företagen att agera för att kunna överleva på lång sikt. En av de

viktigaste delarna för den långsiktiga överlevnaden är finansiell balans vilken avgörs av företagets kapitalstruktur.

1.2 Problemdiskussion

Trots omfattande debatt och tidigare forskning kring kapitalstruktur förefaller det finnas brist på teori som förklarar varför företags kapitalstruktur ser ut som det gör i verkligheten. Det finns flertalet teorier som beskriver hur kapitalstruktur bör se ut och utformas men det finns desto färre teorier som förklarar orsaker till varför kapitalstruktur ser ut på olika sätt. Det förefaller även vara svårt att presentera hur ett optimalt förhållande mellan eget kapital och skulder bör se ut. Svårigheterna i att presentera ett sådant förhållande kan bero på komplexiteten i kapitalstruktur som beror på påverkan från flertalet olika variabler. Detta visar Michaelas m.fl. (1999) som menar att såväl forskare som finansekonomer har varierande teorier och uppfattningar om vilka variabler det är som förklarar ett företags kapitalstruktur. Pecking order-teorin och trade off-teorin ställs ofta som varandras motsatser och används som modeller i empirisk forskning för att förklara motsatta samband som funnits mellan kapitalstruktur och olika variabler.

Olika empiriska undersökningar som genomförts visar skillnader i vilka, och hur mycket olika variabler förklarar kapitalstruktur. Trots att det råder skillnader finns det även förklaringsvariabler som är allmänt vedertagna inom forskningen. Dessa är bland annat tillväxt, unikhet, lönsamhet, tillgångsstruktur, skattesköld, branschklassificering, storlek samt volatiliteten hos intäkterna (Titman & Wessel, 1988). Med utgångspunkt i att det finns olika uppfattningar inom teoretisk och empirisk forskning om vilka variabler som är mest avgörande för valet av kapitalstruktur, är det intressant att genomföra en studie i en svensk kontext. Att avgränsa studien till ett specifikt land gör det möjligt att se om det finns skillnader i vad som förklarar kapitalstrukturen beroende på vilket land som undersöks. Att fokusera på ett specifikt land gör även resultatet för denna studie mer relevant för svenska detaljhandelsföretag då det blir tydligt vad som kan förklara kapitalstrukturen i just deras kontext.

Kapitalstruktur kan kopplas till ett företags välbefinnande genom att det visar en bild av den finansiella balansen vid det observerade tillfället. Den finansiella balansen visar på företags långsiktiga överlevnadsförmåga och förmåga att agera på investeringsmöjligheter (Nilsson m.fl., 2002). Tidigare forskning kring variabler som förklarar kapitalstruktur visar att det ser olika ut i olika branscher (Harris & Raviv, 1991; Michaelas m.fl., 1999). Detta bland annat på grund av hur riskfylld branschen är. Företag inom samma bransch kan däremot ha liknande verksamhet och således liknande risk vilket innebär att företag inom en viss bransch borde ha liknande kapitalstruktur. Detaljhandeln är en konkurrensutsatt och således riskfull bransch vilket påverkar företagets förmåga att överleva fluktuationer i konjunktur och efterfrågan och i detta spelar det roll hur kapitalstrukturen ser ut.

I dagsläget står detaljhandeln inför strukturförändringar som drivs av bland annat digitalisering och nya konsumentbeteenden (Svensk Handel, u.å.). För att företag inom branschen skall kvarhålla sin konkurrenskraft och lönsamhet är investeringar i framtida affärsmodeller och teknik avgörande. Genom att studera kapitalstrukturen i detaljhandeln, undersöks om det finns korrelation mellan kapitalstruktur och specifika variabler samt huruvida resultaten stämmer överens med teorier som förklarar hur kapitalstruktur bör se ut. Det är fördelaktigt för beslutsfattare inom ekonomi att ta del av branschspecifika studier kring vad som förklarar kapitalstruktur då det ger indikationer om relevanta och lämpliga begränsningar som påverkar framtida investeringar. Ur det perspektivet, blir det därav relevant att undersöka vilken inverkan variabler som företagets ålder, storlek, lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur har på kapitalstruktur i svenska detaljhandelsföretag samt huruvida detta överensstämmer med tidigare litteratur och forskning inom området eller inte.

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att empiriskt undersöka hur de företagsspecifika variablerna ålder, storlek, lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur kan förklara kapitalstrukturen hos svenska företag inom detaljhandeln.

1.4 Bidrag

Denna studie undersöker fem valda variabler som kan förklara kapitalstruktur i svenska detaljhandelsföretag och prövar samtidigt teorier som förklarar kapitalstruktur. Studien bidrar till en ökad förståelse för hur olika variabler kan förklara kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag, vilket beslutsfattare sedan kan använda för att avgöra hur olika finansieringsalternativ påverkar verksamheten. Att studien fokuserar på detaljhandeln gör att den kompletterar det fåtal studier som tidigare gjorts som fokuserar på branschen. Således skapas en bredare bild av vilka variabler som förklarar kapitalstruktur i branschen i stort. Kunskap kring likheter och skillnader mellan olika marknader bidrar till förståelse för de teorier som finns och varför dessa kan samexistera trots att de förutspår motsatta samband. Det bidrar även till förståelse kring huruvida marknader fungerar likadant eller om kapitalstrukturen förklaras av olika variabler i olika länder. Genom att koppla samman studiens resultat med sedan tidigare etablerade teorier testas dessa återigen. Detta gör att studien även bidrar till den pågående diskussionen om vad som förklarar kapitalstruktur.

1.5 Disposition

Kapitel 2: Referensram & hypotesutveckling

I det andra kapitlet presenteras tidigare teorier inom området kapitalstruktur, ett antal tidigare gjorda empiriska studier vilka studerat variabler som förklarar kapitalstruktur samt bakgrund till detaljhandeln. Vidare knyts dessa två delar samman för att utveckla hypoteser kring hur förklaringsvariablerna i studien kan förklara kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag.

Kapitel 3: Metod

Metodkapitlet syftar till att beskriva och förklara den modell som används i studien. Här motiveras även de metodmässiga val som gjorts och hur detta påverkar studien. Utöver detta definieras förklaringsvariablerna som används, datainsamling, urval och statistisk bearbetning beskrivs samt hur resultaten ska komma att tolkas och presenteras.

Kapitel 4: Resultat & analys

I detta kapitel presenteras de resultat som de statistiska analyserna ger upphov till. Tillsammans med detta analyseras även dessa resultat utifrån de uppsatta hypoteserna och utifrån de teorier och den forskning som sedan tidigare presenterats.

Kapitel 5: Slutsatser

Studien avslutas med att de slutsatser som kan dras utifrån resultat och analys presenteras. Återkoppling görs till studiens syfte vilket därmed uppfylls. Här diskuteras även förslag på vidare forskning som kan göras inom området.

2. Referensram & hypotesutveckling

Kapitalstruktur är ett område som i flera årtionden har intresserat såväl forskare som praktiker och den forskning som gjorts kring kapitalstruktur har bidragit med flera olika teorier avseende företagsfinansiering. En av de första artiklarna om kapitalstruktur som skrevs av Modigliani och Miller (1958) menar på att finansieringsval är utan betydelse för ett företag som verkar på en perfekt kapitalmarknad. Denna forskning har därefter inspirerat andra forskare att vidareutveckla studierna inom kapitalstruktur då det är ett komplext ämne som påverkar företag inom ett flertal områden, exempelvis förväntad avkastning, riskexponering, bolagsvärde och kapitalkostnad (Brealey, Myers & Allen, 2006).

Två betydelsefulla teorier som satt riktningen för forskning inom kapitalstruktur är pecking order (Donaldsons, 1961; Myers, 1984) och trade off (Kraus & Litzenberger, 1973). De teorier inom kapitalstruktur som främst kommer att ligga till grund för denna studies referensram är pecking order och agentteorin, där den sistnämnda är en del av förklaringsmodellen i trade off-teorin. Dessa teorier har valts då de grundar sig i två olika förklaringsmodeller som lyfter olika problematiska områden inom kapitalstruktur; informationsasymmetri inom pecking order (Myers, 1984) samt separation av ägande och kontroll som förklaras av agentteorin (Jensen & Meckling, 1976). För denna studie bidrar det till möjligheter att förklara samband mellan förklaringsvariabler och kapitalstruktur utifrån olika perspektiv. Vidare har teorierna valts för att de nämns i stor utsträckning i andra liknande studier om kapitalstruktur vilket bidrar till jämförbarhet mellan denna studie och annan forskning. Flertalet av de studier som presenteras i referensramen har upprättats i en amerikansk kontext, vilket skulle kunna ifrågasätta relevansen för att använda dem i denna studie som upprättas i en svensk kontext. Dessa teorier är dock relevanta för studiens syfte då de utgör grunden för den forskning som gjorts kring kapitalstruktur och därmed även grunden för denna studie. Som komplement till de amerikanska studierna presenteras branschspecifika studier kring kapitalstruktur inom detaljhandeln för att skapa en referensram som passar studiens syfte.

2.1. Kapitalstruktur

Grunden för forskning och teorier inom kapitalstruktur lades av Modigliani och Millers (1958) irrelevanteori vilken visar att hur ett företag finansieras är irrelevant givet ett antagande om en perfekt kapitalmarknad. Myers (2001) beskriver att målet med forskning kring kapitalstruktur är att kunna förklara den mix av finansieringskällor som används av företag. Modigliani och Millers irrelevanteori är allmänt accepterad men trots det är det tydligt att finansiering spelar roll. Detta främst på grund av att skatter, informationsasymmetri och agentkostnader påverkar och för att antagandet om en perfekt kapitalmarknad inte uppfylls i verkligheten (Myers, 2001).

Trots att omfattande forskning gjorts är förståelsen för företags kapitalstruktur enligt Myers (2001) fortfarande begränsad. Ett antal empiriska studier har genomförts där teorierna kring kapitalstruktur har testats men utan att någon enighet i orsakerna kunnat konstateras. Kumar m.fl. (2017) har sammanställt tidigare studier som genomförts kring variabler som kan förklara kapitalstruktur. Utifrån denna sammanställning kan konstateras att det finns studier med motsägande resultat för i princip alla variabler som tagits upp. Somliga hävdar att skuldsättning ökar med lönsamhet medan andra hävdar att den minskar med lönsamhet, detsamma återfinns även för bland annat storlek, likviditet, ålder på företag och tillväxt (Kumar m.fl., 2017).

2.2 Pecking order-teorin

Som en förlängning av Modigliani och Millers (1958) irrelevanteori har pecking order-teorin vuxit fram. Den forskning som nämns i störst omfattning och som står för den största delen av

utvecklingen inom pecking order-teorin är Myers. Han publicerade år 1984 en modifierad version av Donaldsons (1961) forskning som förklarar hur ledningen i stora företag "starkt föredrar internt genererade medel som källa till nya finansieringsmedel för att utesluta externa medel, med undantag för tillfälliga oundvikliga störningar som påverkar behovet av finansieringsmedel" (Donaldson, 1961 s.67).

Pecking order-teorin beskriver att företag föredrar finansiering genom internt genererade medel för att hantera att de interna kassaflödena inte är tillräckliga för att täcka investeringsutgifterna. Detta är en konsekvens av trögjusterade utdelningspolicys och oförutsägbara fluktuationer i investeringsmöjligheter (Myers, 1984). Det innebär att företag justerar sin utdelning efter sina investeringar men till följd av trögrörliga justeringar uppstår behov av externt kapital när oförutsägbara förändringar inträffar i investeringarna. Behov av extern finansiering uppstår även när internt genererade medel inte räcker till för att täcka företagets kapitalbehov. Vid behov av extern finansiering väljer företaget det alternativ som innefattar minst risk, vilket innebär att skulder föredras framför anskaffning av eget kapital. Grunden i pecking order-teorin består således av tre finansieringsalternativ som föredras av företag i följande ordning (Myers, 1984):

1. Internt genererade medel
2. Långfristiga skulder
3. Emittering av nya aktier

Anledningen till den ordning som finansieringsalternativen presenteras i grundar sig på informationsasymmetri som existerar mellan företaget och kapitalmarknaden. Enligt Myers (1984) beror asymmetrin på att företaget vet mer om dess verksamhet och investeringar än kapitalmarknaden vilket i sin tur gör att marknaden inte värderar företagens investeringar på samma sätt som företaget självt. Marknadens undervärdering av investeringarna gör att tillgången till externt kapital påverkas och ger upphov till den ordning som pecking order-teorin beskriver där internt kapital används som finansiering i första hand. Således innefattar de tre finansieringsalternativen olika omfattning av risk för informationsasymmetri vilket motiverar ordningen. När det interna kapitalet är otillräckligt använder sig företaget av extern finansiering med långfristiga skulder som första alternativ då risken för informationsasymmetri är lägre jämfört med emittering av nya aktier (Myers, 1984). Det finns inget mått på optimal kapitalstruktur enligt pecking order-teorin och företag har inga mål kring kapitalstruktur (Myers, 1984). Detta för att kapitalstrukturmått som soliditet och skuldsättningsgrad beskriver relationen mellan skulder och eget kapital medan teorin om pecking order-teorin förklarar relationen mellan internt och externt kapital samt skulder.

2.3 Trade off- och agentteorin

Parallellt med utvecklingen av pecking order-teorin har trade off-teorin vuxit fram. De två teorierna kontrasterar varandra i stor utsträckning och ställs ofta som varandras motsatser. Enligt trade off-teorin sätter företag ett mål för sin skuldsättning som de sedan arbetar för att röra sig mot, medan pecking order-teorin menar att det inte finns några mål på kapitalstruktur (Myers, 1984). Den optimala skuldsättningen är enligt trade off-teorin en avvägning mellan kostnaderna och nyttan för lån (Myers, 1984). Det vill säga att företags målsättning är att uppnå en skuldsättning vilken balanserar skattefördelarna som kommer med ökad skuldsättning, och kostnaden för den ökade risken för ekonomiska problem som skuldsättningen leder till (Myers, 1984). Utifrån trade off-teorin bör företag byta eget kapital mot skulder eller vice versa tills dess att företagsvärdet maximeras (Myers, 1984). Enligt teorin finns alltså ett positivt samband mellan skuldsättning och lönsamhet, men bara till en viss punkt vilken är den optimala skuldsättningen (Myers, 1984). Efter denna punkt bör skuldsättningen enligt teorin istället minska.

Inom trade off-teorin är teorin kring agentkostnader en viktig del av förklaringsmodellen då den belyser problemen som kan uppstå mellan exempelvis ägare och företagsledning. Agentteorin bygger på att det finns en relation mellan en agent och en principal, där agentens uppgift är att förvalta principalens intressen (Jensen & Meckling, 1976). Problematiken i relationen uppstår om båda parter agerar utifrån sitt eget bästa, då detta med stor sannolikhet innebär att agenten inte alltid kommer agera utifrån vad som är bäst för principalen (Jensen & Meckling, 1976). För att undvika detta kan principalen skapa incitament för agenten att agera i linje med principalens intressen alternativt övervaka agentens ageranden. Incitament kan till exempel bestå av att VD:n görs till delägare i företaget vilket gör att dennes intressen ligger mer i linje med övriga ägares. Övervakning kan ske genom att ägarna utkräver information om verksamheten från ledningen. Utkrävande av information är även ett sätt att överbrygga den informationsasymmetri som finns mellan ägare och ledning i och med att ägarna inte har insyn i det dagliga arbetet och därmed inte samma kunskap om verksamheten som VD:n. Båda dessa sätt att hantera relationen skapar agentkostnader för principalen som är i princip omöjliga att undvika om principalen vill vara säker på att agenten ska agera med principalens bästa i åtanke (Jensen & Meckling, 1976).

Det finns även andra sätt att hantera agentkonflikter. Jensen och Meckling (1976) menar att skulder är ett sätt att minska agentkostnaderna. Genom att utfärda skulder med säkerhet maximeras enligt Scott (1977) även värdet på företaget vilket också ligger i ägarnas intresse. Att utfärda skulder med säkerhet innebär att långgivaren enligt avtalet har rätt till någon av företagets tillgångar om låntagaren inte kan betala sina skulder. Detta bör alltså innebära att företag med mer materiella tillgångar som kan användas som säkerhet har större möjlighet att ta lån vilket i sin tur leder till lägre agentkostnader och högre skuldsättning (Abdou m.fl., 2012). Abdou m.fl. (2012) menar att detta framförallt gäller när företaget har tillgångar som många andra kan ha nytta av och som är lätta att sälja vidare.

Att ett företag har möjlighet att ta lån är önskvärt ur ägarnas perspektiv då det ökar värdet på företaget samtidigt som det, som tidigare nämnt, enligt Jensen och Meckling (1976) minskar agentkostnaderna. Anledningen till detta är att skulder hindrar ledningen från att överspendera de fria kassaflödena i och med att skulderna måste återbetalas för att undvika konkurs (Frank & Goyal 2003). På så sätt kan ägarna, genom ökad skuldsättning, kontrollera ledningens beteende. Med större andel skulder minskar agentkonflikten mellan ledning och ägare, dels då deras intressen hamnar mer i linje med varandra och dels för att kreditgivarna kräver omfattande information om företaget för att låna ut pengar, information som även ägarna kan ta del av vilket ökar transparensen. Dock påpekar Michaelas m.fl. (1999) att lösningar på agentproblem såsom ökad information är dyrare för små företag än för stora då de inte behöver samla in denna information till myndigheter eller liknande. Detta kan dels skapa större agentproblem men även svårigheter för dessa företag att ta lån då kostnaderna för att tillgodose bankens krav på information blir för höga. Enligt Frank och Goyal (2003) finns större risk för oönskat beteende från ledningen om företaget är lönsamt och lönsamma företag bör därför ha högre skuldsättning för att hindra detta.

2.4 Detaljhandeln och dess kapitalstruktur

I en rapport från Svensk Handel (u.å.) rapporteras om lönsamhetsproblem för detaljhandeln men påpekas samtidigt att det skiljer sig åt mellan olika delbranscher och storlek på företag. Stora företag klarar sig bättre än små och dagligvaruhandeln bättre än sällanköpsvaruhandeln. En av anledningarna till detta uppges vara att livsmedel har en mer oelastisk efterfrågan och därmed är mindre priskänslig än sällanköpsvaruhandeln. Priserna på livsmedel har således kunnat öka utan att efterfrågan förändrats (Svensk Handel, u.å.). Rapporten påvisar även att trots att försäljningen har ökat med 300 miljarder från år 2000 till år 2014 har vinsterna bara

ökat marginellt. Dessutom konstateras att det är ett fåtal stora företag som står för stor del av vinsten och att många mindre företag går utan vinst och därmed står inför stora svårigheter när nya investeringar krävs.

Tidigare empirisk forskning kring kapitalstruktur och branschspecifika förklaringsvariabler visar att skuldsättningen hos företag inom samma bransch liknar varandra mer än om flera branscher undersöks samtidigt, samt att branscher tenderar att hålla sina relativa förhållanden kring skuldsättning stabila över tiden (Harris & Raviv, 1991). Det har visats i en generell studie att detaljhandeln är en bransch som har en relativt hög genomsnittlig skuldsättning om 34,6 procent jämfört med exempelvis läkemedels-, elektronik eller industribranschen som istället karaktäriseras av låga värden på genomsnittlig skuldsättning mellan 9,07–19,57 procent (Bradley m.fl., 1984; Harris & Raviv, 1991).

Hutchinson och Hunter (1995) har antagit ett branschspecifikt fokus i sin forskning som förklarar variabler som påverkar kapitalstrukturen hos detaljhandelsföretag. De finner statistiskt signifikanta samband mellan kapitalstruktur och förklaringsvariablerna tillväxt, lönsamhet, risk samt kapitalomsättningshastighet vilket innebär att alla dessa variabler bidrar till att förklara kapitalstrukturen hos företag inom detaljhandelsbranschen. Studien visar bland annat att tillväxten i företagen korrelerar negativt med skuldsättningen, vilket innebär att ju högre tillväxt företaget har desto lägre är skuldsättningen. Vidare finner författarna även att sambandet mellan lönsamhet och skuldsättning inom detaljhandeln är negativt. Orsaken till detta förklaras med hjälp av pecking order-teorin på det sättet att företagen kommer att finansiera nya investeringar med internt genererade medel i de fall det är möjligt.

2.5 Hypotesutveckling

I tidigare empirisk forskning kring kapitalstruktur förekommer ett antal förklaringsvariabler där vissa återkommer i större utsträckning än andra. En erkänd studie inom kapitalstruktur som studerat förklaringsvariabler är Titman och Wessels (1988) "The Determinants of Capital Structure Choice". Det är en generell studie som presenterar hur tillgångsstruktur, skattesköld, tillväxt, unikhet, branschtillhörighet, storlek, volatilitet i intäkter och lönsamhet kan förklara kapitalstruktur. Denna studie, tillsammans med en stor mängd annan forskning inom kapitalstruktur, använder generella variabler med syfte att förklara kapitalstruktur oavsett bransch. Att testa generella variabler för att undersöka en särskild bransch är därav intressant för att testa generaliserbarheten i variablerna.

De förklaringsvariabler som har valts för att studeras i denna studie är ålder, storlek, lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur. Valet av förklaringsvariabler har utgått från variabler som är återkommande i flera empiriska studier som gjorts kring kapitalstruktur. Variabeln branschtillhörighet har exkluderats för att de inte skapar värde till en branschspecifik studie som denna. Vidare har variabler såsom skattesköld, volatilitet i intäkterna och unikhet utelämnats då de har använts i mindre utsträckning än de valda variablerna. Det krävdes även en avgränsning för att möjliggöra en djupare analys av de variabler som tagits med. De fem förklaringsvariablerna har valts genom resonemang utifrån val av bransch, förekomst i tidigare forskning samt de ekonomiska förutsättningar som karaktäriserar detaljhandeln.

2.5.1 Ålder

Hur kapitalstrukturen påverkas av ett företags ålder har det forskats kring tidigare. Michaelas m.fl. (1999) finner ett negativt samband mellan ålder och skuldsättning vilket ger stöd till pecking order-teorin. Detta för att äldre företag bör ha större möjlighet att leva på ackumulerade tidigare vinster än yngre företag (Michaelas m.fl., 1999). Även Petersen och Rajan (1994) visar att skuldsättning minskar med åldern med förklaringen att yngre företag

tenderar att vara finansierade med externt kapital i större utsträckning då större företag finansieras genom ackumulerade tidigare vinster.

Företagsålder fastställs som antal år sedan företaget grundades. För aktiebolag är tidpunkten för verksamhetens start den dag då Bolagsverket beslutat om registrering vilket gör företaget till en juridisk person (Bolagsverket, 2019). För att starta ett aktiebolag krävs kapital för att finansiera aktiekapitalet samt vidare funktioner för att sätta igång verksamheten. Detta kapital kan erhållas genom flera olika finansieringskällor. Hur ett företag initialt väljer att finansiera sitt företag kan bero på faktorer som är exempelvis företags-, bransch- eller landspecifika. I enlighet med forskningen som visar att ju äldre ett företag är desto lägre är skuldsättningen, lyder studiens första hypoteser:

H₀ 1: Skuldsättningen minskar inte med ökad ålder i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 1: Skuldsättningen minskar med ökad ålder i svenska detaljhandelsföretag

2.5.2 Storlek

Det finns olika åsikter kring storleken inverkan på kapitalstrukturen i ett företag. Chittenden m.fl. (1996) beskriver att den ordning av finansieringsalternativ som presenteras enligt pecking order-teorin är särskilt relevant för mindre företag. Anledningen till detta är att kostnader för externt kapital kan vara högre för dessa än för större företag på grund av att det är kostsamt att genomföra en börsintroduktion samt att det finns en stor risk för underprissättning (Chittenden m.fl., 1996). Detta bör i så fall innebära att mindre företag har en högre skuldsättning då de i större utsträckning använder sig av skulder i den mån de internt genererade medlen är otillräckliga. I motsats till detta argumenterar Michaelas m.fl. (1999) för lägre skuldsättning hos mindre företag då dessa bland annat har högre konkurskostnader, högre agentkostnader och högre kostnader för att minska informationsasymmetrin. Vidare argumenterar även Titman och Wessels (1988) för detta men utifrån större företags perspektiv. Då större företag ofta är mer diversifierade och därmed löper mindre risk att gå i konkurs bör de ha en högre skuldsättning än små företag.

Abdou m.fl. (2012) finner i sin empiriska studie av detaljhandelsföretag ett positivt samband mellan storlek och skuldsättning. Enligt författaren stödjer dessa resultat trade off-teorin då större företag har högre skuldkapacitet och därmed lägre kostnader för finansiella problem. Sambandet beror på att större och mer diversifierade företag har lägre risk och har mindre problem med informationsasymmetri gentemot långgivare (Abdou m.fl., 2012). Informationsasymmetrin minskas genom ökad information till långgivarna, information som ofta utkrävs av större företag från till exempel ägare. Det innebär således ingen extra kostnad att tillhandahålla långgivare denna information vilken kan leda till möjlighet att ta större lån till lägre kostnad (Abdou m.fl., 2012).

Till skillnad från övriga empiriska studier menar Hutchinson och Hunter (1995) att företagsstorlek generellt inte har visat sig ha någon påverkan på skuldsättningen. I studiens regressionsanalys är inte variabeln för storlek signifikant vilket ytterligare styrker deras resonemang. Det finns i tidigare empirisk forskning ett flertal sätt att definiera företagsstorlek, till exempel utifrån antal anställda, omsättning eller totala tillgångar. Denna studie kommer, i enlighet med Michaelas m.fl. (1999), att använda totala tillgångar som mått på företagsstorlek. Trots empirisk forskning som tyder på motsatsen kommer denna studie basera mothypotesen kring skuldsättning och storlek på teoretiska grunder vilka är eniga om ett positivt samband. Detta betyder att ju större ett företag är desto högre är skuldsättningen. Hypoteserna blir således:

H₀ 2: Skuldsättningen ökar inte med ökad storlek i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 2: Skuldsättningen ökar med ökad storlek i svenska detaljhandelsföretag

2.5.3 Lönsamhet

Lönsamhet visar på den vinst som företag genererar genom att intäkterna är större än kostnaderna. För att bedöma om vinsten är tillräcklig måste den sättas i relation till en kapitalbas, exempelvis totalt kapital eller det kapital som ägarna har satsat. Genom att sätta vinsten i förhållande till en kapitalbas ökar jämförbarheten över tiden vilket skapar möjlighet att mäta huruvida ett företag har ökat eller minskat sin lönsamhet. Det ökar även jämförbarheten mellan olika företag och olika projekt.

Enligt teori kring kapitalstruktur och lönsamhet som förklaringsvariabel visas det att sambandet är negativt. Det vill säga att ju högre lönsamhet ett företag har desto lägre skuldsättning. Således är det intressant att titta på ett företags lönsamhet, och därmed mängden vinstmedel som kan kvarhållas som förklarande variabel till företagets kapitalstruktur (Titman & Wessels, 1988), vilket styrker pecking order-teorin. I motsats till detta visar dock agentteorin att mer lönsamma företag bör ha en högre skuldsättning för att kontrollera ledningens beteende och agerande (Frank & Goyal, 2003).

Enligt en studie som studerat variabler som förklarar kapitalstrukturen inom detaljhandeln är lönsamhet en variabel som förklarar kapitalstrukturen. I enlighet med pecking order-teorin visar studien att ju högre lönsamhet företag inom detaljhandeln har, desto lägre är behovet av finansiering genom externt kapital (Abdou m.fl., 2012). Det stämmer även överens med vad Hutchinson och Hunter (1995) funnit i en liknande studie som visar hur företag inom detaljhandeln använder internt genererade medel framför lån som finansiering av kapitalintensiva investeringar. I denna studie mäts lönsamhet enligt Titman och Wessels (1988) definition som sätter rörelseresultat i förhållande till totalt kapital. De ovan nämnda bevisen från forskning inom detaljhandeln tillsammans med vad teori säger om sambandet mellan lönsamhet och skuldsättning tyder på att ju högre lönsamhet ett företag har desto lägre är skuldsättningen. Detta leder fram till hypoteserna:

H₀ 3: Skuldsättningen minskar inte med ökad lönsamhet i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 3: Skuldsättningen minskar med ökad lönsamhet i svenska detaljhandelsföretag

2.5.4 Tillväxt

Ett företags tillväxt ger en bild av hur storleken på företaget utvecklats över en bestämd tidsperiod. De två huvudteorierna, trade off-teorin och pecking order-teorin, har olika syn på sambandet mellan tillväxt och skuldsättning. Enligt trade off-teorin bör skuldsättningen vara negativt korrelerad med tillväxt då både tillväxt och skulder ökar risken för företaget (Dakua, 2019). Agentteorin, vilken är en del av trade off-teorin, förutspår även den att tillväxtföretag bör ha lägre skuldsättning då de har större agentproblem (Frank & Goyal, 2003) vilket innebär en negativ korrelation. Enligt pecking order-teorin däremot bör företag med högre skuldsättning ha större potential att uppnå tillväxt (Dakua, 2019) vilket innebär ett positivt samband.

Enligt Kumar m.fl. (2017) visar majoriteten av de empiriska studier kring sambandet mellan tillväxt och kapitalstruktur som kartlagt ett positivt samband. Detta beror på att tillväxt kräver investeringar vilket i sin tur kräver kapital. Eftersom skulder är billigare än eget kapital föredras skulder för att finansiera tillväxten (Kumar m.fl., 2017) vilket i sin tur ökar skuldsättningen. Såväl Michaleas m.fl. (1999) som Frank och Goyal (2003) finner stöd för att det finns ett positivt samband mellan tillväxt och skuldsättning. Dock diskuterar Frank och Goyal (2003)

även att högre tillväxt ökar risken för ekonomiska problem och att dessa problem även är mer kostsamma för tillväxtföretag, vilket gör att de har en lägre skuldsättning. Tillväxt kan mätas på ett flertal olika sätt, till exempel genom förändring av antal anställda, förändring i omsättningen eller förändring i värdet på tillgångarna. Titman och Wessels (1988) använder i sin studie både förändring i tillgångarnas värde och förändring i omsättningen som mått. Denna studie kommer utgå från definitionen som används av Michaelas m.fl. (1999) vilken innebär att tillväxten beräknas som den procentuella ökningen av tillgångar över tre år. Såväl tidigare forskning som pecking order-teorin visar på ett positivt samband mellan tillväxt och skuldsättning, vilket innebär att ju högre tillväxten i företaget är desto högre är skuldsättningen. Detta leder till hypoteserna:

H₀ 4: Skuldsättningen ökar inte med ökad tillväxt i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 4: Skuldsättningen ökar med ökad tillväxt i svenska detaljhandelsföretag

2.5.5. Tillgångsstruktur

Ett företags tillgångar består av finansiella, materiella och immateriella tillgångar där finansiella och materiella tillgångar generellt anses vara likvida medan immateriella tillgångar snarare är illikvida. Enligt Dakua (2019) ökar långgivares villighet att ge lån när företag har mer materiella tillgångar då detta minskar risken för konkurs. Frank och Goyal (2003) för ett liknande resonemang då materiella tillgångar enligt agentteorin bör ha en positiv korrelation med skuldsättningen medan immateriella tillgångar har det motsatta. Orsaken till detta är att materiella tillgångar kan användas som säkerheter för lån (Frank & Goyal, 2003).

Genom att ta lån som garanteras med säkerhet kan man undvika kostnader som annars uppstår på grund av informationsasymmetri mellan företagsledning och långgivare. Titman och Wessels (1988) argumenterar därför för att företag som har gott om tillgångar som kan användas som säkerheter kan förväntas ha högre skuldsättning. Samma författare argumenterar samtidigt för att företag, som inte har tillgångar som kan användas som säkerhet, medvetet kan ha högre skuldsättning för att förhindra att ledningen spenderar mer än vad som är optimalt (Titman & Wessels, 1988). En högre skuldsättning skapar större risk för konkurs vilket ledningen vill undvika och författarna menar därmed att de inte kommer överspendera på samma sätt som de hade gjort om skuldsättningen var lägre (Titman & Wessels, 1988).

Enligt Abdou m.fl. (2012) godtas framförallt tillgångar som säkerhet för lån i den mån de är icke-specifika, vilket innebär att de är enklare för långgivare att omsätta till likvida medel. Detta uppmuntrar i sin tur till upplåning eftersom villkoren blir förhållandevis gynnsamma när företaget har möjlighet att lämna säkerhet (Abdou m.fl., 2012). Tillgångsstrukturen definieras i denna studie som anläggningstillgångarnas andel av de totala tillgångarna (Michaelas m.fl., 1999). En tillgångsstruktur bestående av en större andel materiella tillgångar bör enligt Abdous m.fl. (2012) resonemang vara positivt korrelerad med skuldsättningen, vilket innebär att ju mer materiella tillgångar ett företag har desto högre är skuldsättningen. Hypoteserna för denna studie blir således:

H₀ 5: Skuldsättningen ökar inte med ökad andel materiella tillgångar i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 5: Skuldsättningen ökar med ökad andel materiella tillgångar i svenska detaljhandelsföretag

2.6 Sammanfattning av referensram

Pecking order-teorin och trade off-teorin är företagsekonomiska teorier som är väl använda inom forskning kring kapitalstruktur. De presenteras som varandras motsatser och förklarar på olika sätt vad det är som påverkar företags kapitalstruktur. Pecking order-teorin förklarar hur

kapitalstruktur kan förklaras av internt och externt kapital där internt genererade medel föredras som finansieringsalternativ i första hand för att därefter följas av externt kapital, där lån föredras framför nyemission. Finansieringsordningen beror på informationsasymmetri som föreligger mellan företaget och kapitalmarknaden vilket påverkar tillgången till externt kapital (Myers, 1984). Till skillnad från pecking order-teorin, presenterar trade off-teorin kapitalstruktur som en avvägning mellan kostnaderna och nyttan för lån för att uppnå en optimal skuldsättning (Myers, 1984). Företags målsättning är att uppnå en skuldsättning som balanserar skattefördelar av ökad skuldsättning samt kostnader för ökad risk för ekonomiska problem som skuldsättning leder till (Myers, 1984). Agentteorin är en del av förklaringsmodellen inom trade off-teorin som förklarar hur agentkostnader kan minskas med hjälp av en ökad skuldsättning (Jensen & Meckling, 1976).

Inom detaljhandelsbranschen föreligger det skillnader i lönsamhet mellan olika delbranscher och företagsstorlek, där stora företag klarar sig bättre än små och dagligvaruhandeln bättre än sällanköpsvaruhandeln. Det är ett fåtal stora företag som står för stora delar av den totala vinsten inom branschen och många mindre företag går utan vinst vilket påverkar deras finansiella ställning samt investeringsförmåga. Branschen karaktäriseras av en hög skuldsättning relativt andra branscher (Harris & Raviv, 1991). Tidigare forskning kring kapitalstruktur inom detaljhandeln finner statistiskt signifikanta samband som visar att variablerna tillväxt, lönsamhet, risk samt kapitalomsättningshastighet bidrar till att förklara kapitalstrukturen inom branschen (Hutchinson & Hunter, 1995).

Enligt teori och tidigare liknande forskning som presenteras i referensramen, har nedanstående hypoteser formulerats. En statistisk analysmodell används för att pröva sambanden mellan skuldsättning och ålder, storlek, lönsamhet, tillväxt samt tillgångsstruktur:

H₀ 1: Skuldsättningen minskar inte med ökad ålder i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 1: Skuldsättningen minskar med ökad ålder i svenska detaljhandelsföretag

H₀ 2: Skuldsättningen ökar inte med ökad storlek i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 2: Skuldsättningen ökar med ökad storlek i svenska detaljhandelsföretag

H₀ 3: Skuldsättningen minskar inte med ökad lönsamhet i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 3: Skuldsättningen minskar med ökad lönsamhet i svenska detaljhandelsföretag

H₀ 4: Skuldsättningen ökar inte med ökad tillväxt i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 4: Skuldsättningen ökar med ökad tillväxt i svenska detaljhandelsföretag

H₀ 5: Skuldsättningen ökar inte med ökad andel materiella tillgångar i svenska detaljhandelsföretag

H₁ 5: Skuldsättningen ökar med ökad andel materiella tillgångar i svenska detaljhandelsföretag

3. Metod

Med utgångspunkt i syftet och med bakgrund i referensramen är denna studie av kvantitativ design och baseras på data som hämtats från Retriever Business och därefter bearbetats i Excel och SPSS. Metoden som presenteras nedan ska möjliggöra att studiens syfte uppfylls samt diskuterar de arbetssätt som studien grundar sig i.

3.1 Val av metod

För att uppfylla syftet med studien används en kvantitativ metod som innefattar ett deduktivt synsätt med fokus på teoriprövning och har som mål att skapa en objektiv bild av verkligheten (Bryman & Bell, 2017). Studien grundas på statistisk analys av numerisk data som samlas in vilket gör att den kvantitativa metoden fungerar väl. Genom denna metod har relevant teori som förklarar de olika sambanden mellan förklaringsvariabler och kapitalstrukturen i ett företag noggrant valts. Alternativet till den valda metoden är en kvalitativ metod vilken istället lägger vikt vid ord och hur individer uppfattar och tolkar den sociala verkligheten (Bryman & Bell, 2017). Det skulle exempelvis kunna genomföras intervjuer för att undersöka hur företagen själva ser på förklaringsvariablerna samt risker kopplat till deras skuldsättning. Med tanke på att tyngden i denna studie ligger i att pröva generell teori kring kapitalstruktur inom svenska detaljhandelsföretag istället för att generera nya teorier, betonas kvantifiering vilket därmed motiverar den valda metoden (Bryman & Bell, 2017). Vidare motiveras metodvalet med studiens syfte som redogör för en undersökning som baseras på mätbara och kvantifierbara variabler vilket gör att studien antar en kvantitativ riktning redan i inledningen. Tanken med studien är att göra en övergripande och statistisk undersökning, inte att undersöka hur någonting uppfattas av individer. Valet av kvantitativ metod grundar sig även i möjligheten det skapar att kunna generalisera resultatet, det vill säga att utifrån ett mindre urval kunna dra slutsatser som gäller för hela populationen (Bryman & Bell, 2017).

3.2 Tillvägagångssätt

3.2.1 Statistisk modell

Denna studie har hämtat inspiration från ett flertal empiriska studier inom kapitalstruktur, däribland generell forskning av Michaelas m.fl. (1999) och Titman och Wessels (1988) samt specifik forskning för detaljhandeln som exempelvis Abdous m.fl. (2012) studie. Detta för att skapa en modell som är i linje med tidigare erkänd forskning men som även tar ett steg i att bidra med en modell som förklarar kapitalstrukturen i en branschspecifik kontext. Modellen bygger på en panelstudie vilket innebär att datainsamling sker för ett urval vid minst två tillfällen (Bryman & Bell, 2017). I denna studie sker datainsamlingen genom att ta fram och sammanställa finansiell data för en period över flera år för de svenska detaljhandelsföretag som ingår i urvalet. Panelstudier skapar möjlighet att samla in ett stort antal datapunkter jämfört med studier som baseras enbart på tvärsnittsdata eller tidsseriedata. Detta förbättrar effektiviteten i analyserna (Hsiao, 2003).

Förklaringsvariablerna i studien har justerats för att passa studiens syfte och bidra till jämförbarhet mellan befintlig teori, forskning och studiens resultat. De fem variabler som valts förekommer i ett flertal studier och är väl etablerade som förklaringsvariabler i såväl generella studier (se bl.a. Titman & Wessels, 1988; Chittenden m.fl., 1996, Michaelas m.fl., 1999) som branschspecifika studier inom detaljhandelsbranschen (se bl.a. Hutchinson & Hunter, 2006; Abdou m.fl., 2012). De förklaringsvariabler som undersöks i studien är ålder, storlek, lönsamhet, tillväxt samt tillgångsstruktur.

För att analysera kapitalstruktur i svenska detaljhandelsföretag används en modell bestående av en beroende variabel och fem förklarande variabler. Kapitalstruktur är den beroende variabeln

och förklaringsvariablerna utgörs av de fem företagsspecifika variablerna ålder, storlek, lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur. Utöver dessa variabler tillkommer även dummyvariabler för år, vilket inte är företagsspecifika variabler utan desamma för alla företag i urvalet och syftar till att ge en bild över om kapitalstrukturen förändrats över tid. Då de två första åren ej har fullständig data kan dessa inte inkluderas som dummyvariabler. Därmed får år 4–9 varsin dummy och det tredje året utgör referensåret mot vilka de andra utvärderas för att undvika dummyvariabelfällan (Jaggia & Kelly, 2019). En multipel regressionsmodell som inkluderar samtliga förklaringsvariabler används för att testa deras simultana förklaringsgrad av kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag. Modellen ställs således upp enligt följande:

$$\text{Skuldsättning} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Ålder} + \beta_2 \text{Storlek} + \beta_3 \text{Lönsamhet} + \beta_4 \text{Tillväxt} + \beta_5 \text{Tillgångsstruktur} + \beta_6 \text{År 4} + \beta_7 \text{År 5} + \beta_8 \text{År 6} + \beta_9 \text{År 7} + \beta_{10} \text{År 8} + \beta_{11} \text{År 9}$$

3.2.2 Definitioner av variabler

De variabler som används i studien baseras på bokförda värden. De utvalda företagen varierar i storlek och för att kunna göra jämförelser företagen emellan görs en standardisering av måtten. Detta genom att använda en storleksrelaterad variabel som nämnare i de kvoter där det är nödvändigt.

Kapitalstruktur

Som mått på kapitalstruktur används i studien ett skuldsättningsmått baserat på bokförda värden som utgörs av totala skulder i förhållande till totala tillgångar (Michaelas m.fl., 1999). Detta skuldsättningsmått har använts i flertalet liknande studier vilket motiverar valet av måttet även i denna studie (Titman & Wessels, 1988; Michaelas m.fl., 1999; Abdou m.fl., 2012). Totala skulder utgörs av summan av kortfristiga samt långsiktiga skulder. För att justera för obeskattade reserver i beräkningen av totala skulder inkluderas 22 procent av dessa i totala skulder för de företag där obeskattade reserver förekommer i balansräkningen.

$$\text{Skuldsättning (\%)} = \frac{\text{Totala skulder}}{\text{Totala tillgångar}}$$

Ålder

För att mäta variabeln ålder beräknas antalet år från det år som företaget registrerades av Bolagsverket till året för den använda årsredovisningen. Således är det endast året för registreringen som är utgångspunkten för beräkningen och inte datumet.

$$\text{Ålder (år)} = \text{Antal år sedan företaget startades}$$

Storlek

När det kommer till att mäta ett företags storlek finns det flera olika sätt för att definiera storlek. I denna studie beräknas storlek utifrån det bokförda värdet av totala tillgångar (Titman & Wessels, 1988). Då detaljhandeln utgörs av verksamheter som tillhandahåller olika former av produkter ger balansräkningen en korrekt bild av företagets storlek. Totala tillgångar utgörs av summan av anläggningstillgångar och omsättningstillgångar.

$$\text{Storlek (tkr)} = \text{Totala tillgångar}$$

Lönsamhet

Inom tidigare litteratur och forskning används en mängd olika mått på lönsamhet. För att beräkna variabeln lönsamhet i denna studie beräknas kvoten av rörelseresultat i förhållande till totala tillgångar enligt definitionen av lönsamhet som hittas i Titman & Wessels

(1988) välciterade studie. Måttet grundar sig på bokförda värden och är en modifiering av lönsamhetsmåttet räntabilitet på totalt kapital där rörelseresultatet utgör värdet i täljaren istället för resultat före finansiella kostnader. Anledningen till att inte inkludera finansiella intäkter i täljaren beror delvis på valet att följa definitionen för lönsamhet av Titman & Wessels (1988) och delvis på tillgängligheten av datan i den mån att finansiella intäkter presenteras i ett flertal poster i Retriever Business vilket gör det svårt att avgöra vilka poster som bör inkluderas. Negativa värden för lönsamhet som framkommer i datan som konsekvens av negativt rörelseresultat inkluderas för att ge en så korrekt statistisk bild av detaljhandelsföretagens finansiella ställning som möjligt.

$$\text{Lönsamhet (\%)} = \frac{\text{Rörelseresultat}}{\text{Totala tillgångar}}$$

Tillväxt

För att beräkna variabeln tillväxt beräknas den procentuella förändringen av de totala tillgångarnas bokförda värde mellan tre årsredovisningar (Titman & Wessels, 1988; Michaelas m.fl., 1999). Det innebär att värdet för tillväxt för år t är den procentuella förändringen i totala tillgångar mellan utgående värde för år $t-2$ och år t . På grund av att tillväxt mäts som procentuell förändring över två år kommer endast tillväxt att beräknas för år 2011–2017 för samtliga företag. Valet att inte samla data för att beräkna tillväxt för år 2009 och 2010 beror på begränsad tillgänglighet av data i Retriever Business för de tidigare år som krävs samt att det inte anses praktiskt genomförbart att beräkna observationer för de åren utifrån studiens förutsättningar.

$$\text{Tillväxt (\%)} = \text{Procentuell förändring av totala tillgångar över två år}$$

Tillgångsstruktur

Flera tidigare studier (Titman & Wessels, 1988; Chittenden m.fl., 1996; Michaelas m.fl., 1999) undersöker hur materiella tillgångar påverkar kapitalstruktur. I denna studie benämns andelen materiella tillgångar som tillgångsstruktur. Variabeln beräknas utifrån bokförda värden och definieras som den procentuella andelen anläggningstillgångar i förhållande till totala tillgångar (Chittenden m.fl., 1996; Michaelas m.fl., 1999).

$$\text{Tillgångsstruktur (\%)} = \frac{\text{Materiella anläggningstillgångar}}{\text{Totala tillgångar}}$$

3.2.3 Urval

Populationen för denna studie består av större svenska företag inom detaljhandeln som är registrerade i databasen Retriever Business och uppfyller följande sökkriterier:

- Aktiebolag
- Ej registrerad i börslistor
- Branschlista: detaljhandeln
- Omsättning > 80 miljoner kronor
- Totala tillgångar > 40 miljoner kronor
- Anställda > 49 personer

Dessa kriterier innebär att de detaljhandelsföretag som inkluderas uppfyller samtliga tre kriterier som definierar större företag (SFS 1995:1554) samtidigt som de inte är börsnoterade. Kriterierna säkerställer således att samtliga företag i populationen för år 2017 följer samma regler och normgivning i form av K3 vilket gör räkenskaperna jämförbara. Urvalet ger en population om 340 stycken företag. Bland dessa kan det finnas företag som ingår i en koncern vilket kan innebära ett begränsat inflytande i frågor som avgör kapitalstrukturen. Vid ett

stickprov ur populationen om tio företag var åtta av dessa dotterbolag i en koncern vilket innebär att en stor andel av urvalet i denna studie har begränsat inflytande över sin kapitalstruktur. Detta innebär i sin tur att studiens resultat kan ge en missvisande bild av kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag då kapitalet medvetet kan vara fördelat ojämnt inom koncernen. Önskvärt hade varit att studera fristående juridiska personer alternativt koncernredovisningar för att få en heltäckande bild. Då det inte har varit möjligt att särskilja dessa företag på ett systematiskt sätt har trots allt samtliga valts att inkluderas.

Anledningen till att just detta urval görs är för att denna grupp med företag utgör en stor del av den svenska detaljhandeln samtidigt som de inte fattat beslutet att bli börsnoterade och därmed löser delar av sin finansiering på det sättet. De är emellertid tillräckligt stora för att fatta aktiva beslut kring sin kapitalstruktur till skillnad från små företag vilka ofta begränsas av andra faktorer såsom svårigheter att få lån. Den valda gruppen skapar således möjligheter att dra slutsatser kring vad som förklarar medelstora till stora företag som inte är börsnoterades kapitalstruktur.

Den aktuella populationen exporteras till Excel där en genomgång görs av företagens redovisningsprinciper samt huruvida några av företagen är statligt ägda. För att skapa jämförbarhet inkluderas enbart de företag som redovisar enligt K3, inte är statliga och som har fullständig information. Anledningen till att de statligt ägda företagen exkluderas är att de inte styrs och ägs som privatägda bolag vilket gör att de inte är jämförbara med dessa. För att företagen ska ha fullständig information krävs dels att det finns årsredovisningar tillgängliga för samtliga år som är aktuella för studien samt att företaget använt samma räkenskapsår under hela perioden. Att årsredovisningar saknas kan antingen bero på att företaget inte funnits under alla år eller att databasen Retriever Business inte har tillgång till information för alla år. Byte av räkenskapsår leder till att ett år blir antingen kortare eller längre än 12 månader och därmed inte jämförbart med övriga år i studien. Ett stort antal företag i populationen levde inte upp till kraven för fullständig information och exkluderas därför från studien. Det slutgiltiga urvalet består av 205 stycken företag.

Totalt antal företag i populationen:	340
Statliga bolag:	- 2
Använder ej K3:	- 8
Ej fullständig information:	- 125
Totalt antal företag i studien:	205

3.3 Datainsamling

3.3.1 Insamling av teori

I ett inledande skede av studien påbörjades insamlingen av teori och empirisk forskning för att få en övergripande bild av ämnet och den forskning som gjorts tidigare kring kapitalstruktur. För att hitta relevanta vetenskapliga artiklar och annan litteratur påbörjades insamlingen genom sökningar i databaserna Emerald, Google Scholar och Business Source Premier samt tjänsten "Supersök" på Göteborgs Universitetsbibliotek. Sökorden som i huvudsak använts fristående och i olika kombinationer är *capital structure*, *determinants of capital structure*, *pecking order*, *trade off*, *agency* och *retail*. Genom att använda de två första sökorden hittades mer generella studier som exempelvis "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data" (Michaelas m.fl., 1999) där referenslistan användes som utgångspunkt för att finna ytterligare relevanta artiklar för studien. Vidare hittades inledningsvis artikeln "Determinants of Capital Structure in the UK Retail Industry: A Comparison of Multiple Regression and Generalized Regression Neural Network" (Abdou m.fl., 2012) vilken är utgångspunkten för den forskning kring kapitalstruktur specifikt kopplat till detaljhandeln som presenteras i studien. Genom att utgå från referenslistor i ett antal artiklar

kunde återkommande teorier och artiklar inom ämnet identifieras och därmed bidra till en överblick av vilken teori och forskning som är relevant för denna studie. Arbetet med att samla in teori fortsatte tills mängden upplevdes tillräcklig och därefter påbörjades sammanställningen av materialet för att upprätta ett passande teorikapitel för studiens syfte. Den teori som insamlats utgörs främst av vetenskapliga artiklar.

3.3.2 Insamling av data

Datan som ligger till grund för studien är sekundärdata som kommer från företagens årsredovisningar. Dessa har tagits fram av företagen och kontrollerats av oberoende parter vilket bidrar till data som är objektiv och beskriver företagens finansiella ställning på ett så korrekt sätt som möjligt. Datan har hämtats från databasen Retriever Business. Att hämta data från databaser istället för att på egen hand hämta data från originalkällan innefattar vissa risker. En risk kan exempelvis vara felaktiga värden som orsakats vid inmatning av värden i databasen som konsekvens av den mänskliga faktorn. Trots de risker som datainsamling från databaser innebär har ändå data hämtats från Retriever Business då det är en databas som används i stor utsträckning i liknande studier samt att det hade varit för omfattande tidsmässigt för denna studie att hämta och sammanställa data direkt från de utvalda företagens årsredovisningar.

Den finansiella datan hämtas för åren 2009–2017 för samtliga företag i urvalet sedan det fastställts att de uppfyller studiens kriterier. Anledningen till det valda tidsspannet är för att säkerställa att samtliga företag i urvalet har data för alla år. Vid tidpunkten för studiens genomförande har inte alla årsredovisningar för 2018 presenterats vilket gör att datan för det året inte är fullständig. Det hade därmed varit önskvärt att inkludera data för åren 2008–2017 för att få med tio år men Retriever Business möjliggör endast dataexport från de tio senaste åren och inkluderar där år 2018. Att basera studien på en period över nio år istället för 10 år bedöms dock inte vara något som i stor utsträckning påverkar studiens resultat. Vidare anses det för omfattande tidsmässigt att samla in data för ett tionde år manuellt och därför används istället data för nio år i studien.

3.3.3 Statistisk bearbetning av data

Den insamlade datan från Retriever Business bearbetas först i Excel och testas därefter i SPSS. Bearbetningen i Excel innefattar att beräkna värden för förklaringsvariablerna utifrån insamlad data och definitionerna av variablerna. Automatiska formelfunktioner för att beräkna variablerna har använts i den utsträckning det varit möjligt samtidigt som en del manuellt arbete för justering av observationerna har varit nödvändigt. Det manuella arbetet innefattar en risk för mänskliga fel som kan inträffa vid inmatning och beräkning av värdena vilket således kan ha en påverkan på resultatet även om den inte är avgörande. Detta gäller särskilt variablerna ålder och tillväxt. Denna studie använder sig av kvot- och intervallvariabler vilket är variabler där avståndet mellan kategorierna är lika stort (Bryman & Bell, 2017). Till en början görs en bivariat analys där två variablers relation till varandra visas i en korrelationsanalys som utgörs av Pearsons r-test (Bryman & Bell, 2017). Detta test används för att mäta relationer mellan kvot- och intervallvariabler. Testet ger en korrelationskoefficient för vardera variabel vilken visar hur starkt sambandet mellan variablerna är samt om sambandet är positivt eller negativt (Bryman & Bell, 2017). Testet visar även om sambandet är statistiskt signifikant. Sambanden som visas mellan skuldsättning och vardera förklaringsvariabel jämförs med hypoteserna för vardera variabel för att undersöka om resultatet stämmer överens med den uppsatta mothypotesen.

När data kommer från ett stickprov är en viktig fråga huruvida resultaten är generaliserbara och kan sägas gälla för hela populationen. För att avgöra detta är det viktigt att testa den statistiska signifikansen. Den statistiska signifikansnivån motsvarar den risk man är villig att acceptera att slutsatsen man drar kring ett samband kan vara felaktig (Bryman & Bell, 2017). Med andra ord

riskerna att man säger att det finns ett samband när det inte gör det. Inom samhällsvetenskaplig forskning är en signifikansnivå på 0,05 den högsta som brukar accepteras (Bryman & Bell, 2017) och det är därför denna nivå som kommer användas i studien. En signifikansnivå på 0,05 innebär att i fem procent av fallen dras en felaktig slutsats om att det finns ett samband när det egentligen inte gör det. Ju högre signifikansnivå som används, desto större osäkerhet finns i hur generaliserbara resultaten är och vice versa. När Pearsons r-test och multipel regressionsanalys genomförs i SPSS genereras automatiskt information om den statistiska signifikansen för testet och för de olika variablerna.

För att avgöra om, och i så fall hur, tidsaspekten påverkar kapitalstrukturen inkluderas dummyvariabler i den multipla regressionsanalysen. Då studien ej uppvisar fullständig data för år 1 och år 2, på grund av att tillväxt ej kunnat beräknas för dessa år, kan dummyvariabler för dessa år ej inkluderas. En dummyvariabel tar antingen värdet 1 eller 0 och gör det möjligt att jämföra utfallen mellan de olika åren (Jaggia & Kelly, 2019). I regressionsanalysen inkluderas dummyvariabler för år 4–9. År 3 fungerar som referensår och koefficienterna för övriga år visar då förändringen jämfört med detta år. Skulle dummyvariabler för samtliga år inkluderas hade perfekt multikollinearitet uppstått vilket gjort att modellen inte kan beräknas, detta kallas dummyvariabelfällan (Jaggia & Kelly, 2019).

Samtliga förklaringsvariabler inkluderas sedan i en multivariat analys vilket innebär att tre eller fler variabler analyseras samtidigt (Bryman & Bell, 2017). Detta görs genom en multipel regressionsanalys vilken inkluderar samtliga förklaringsvariabler samt dummyvariabler för de år datan kommer från. Den multipla regressionsanalysen genererar en stor mängd information vilken gör det möjligt att analysera modellen samt variablernas förmåga att förklara kapitalstrukturen. SPSS redovisar tre mått på modellens förklaringsgrad, R, R^2 och justerat R^2 . R^2 fås genom att kvadrera R vilket gör att R^2 alltid hamnar mellan 0 och 1 och kan tolkas som ett procenttal vilket ökar jämförbarheten. Talet säger hur mycket av variansen i den beroende variabeln som förklaras av modellen med det aktuella urvalet. Justerat R^2 justeras för bland annat ökat antal förklaringsvariabler och talar istället om hur stor del av variansen i den beroende variabeln som förklaras av modellen sett till hela populationen stickprovet tagits från (Field, 2009). Eftersom målet är att titta på modellens förklaringsgrad för populationen kommer justerat R^2 användas som mått på förklaringsgrad i denna studie. Den multipla regressionsanalysen ger även betakoefficienter för samtliga förklaringsvariabler vilka visar hur starkt sambandet är samt om det är positivt eller negativt. Detta samband jämförs med det från tidigare genomfört Pearsons r-test och utifrån koefficienterna kan slutsatser kring studiens hypoteser dras. För såväl modellen i helhet som för varje enskild förklaringsvariabel anges även den statistiska signifikansen vilken ska vara lägre än 0,05 för att slutsatser ska kunna dras.

Om två eller flera av förklaringsvariablerna i en multipel regressionsanalys är korrelerade med varandra uppstår multikollinearitet vilket gör det svårt att avgöra den faktiska påverkan förklaringsvariablerna har på den beroende variabeln (Jaggia & Kelly, 2019). Multikollinearitet resulterar i icke precisa koefficienter vilket kan göra tolkningen av dem felaktig. Ett sätt att undersöka om multikollinearitet föreligger är att inkludera "collinearity diagnostics" i den multipla regressionsanalysen. Utöver den data en multipel regressionsanalys vanligtvis genererar inkluderas då även ett "tolerance"-värde samt ett värde för "variation inflation factor" (VIF) (Field, 2009). VIF-värdet motsvarar 1 dividerat med "tolerance"-värdet och de två ger således samma information. VIF-värdet kan som minst anta ett värde om 1, och värden strax över 1 indikerar således att de beroende variablerna inte har någon större korrelation och att multikollinearitet inte är ett problem för modellen. Om multikollinearitet konstateras kan det vara ett tecken på att för många förklaringsvariabler inkluderas och att några av dessa mäter samma sak vilket ger en hög korrelation (Jaggia & Kelly, 2019). Detta problem kan hanteras genom att ta bort en av de två variabler som antas ha en hög korrelation.

3.4 Analytmodell

Korrelationsanalysen och den multipla regressionsanalysen som görs i SPSS utgör grunden för analysen i denna studie. De betakoefficienter som genereras i den multipla regressionsanalysen gör det möjligt att acceptera antingen nollhypotesen eller mothypotesen för förklaringsvariablerna i studien. Studien utgår från de ostandardiserade betakoefficienterna då dessa gör det möjligt att beräkna effekten som de oberoende variablerna har på den beroende variabeln. Koefficienterna antar ett värde mellan -1 och 1 där sambandet är perfekt negativt vid en koefficient om -1, perfekt positivt vid en koefficient om 1 och inte har något linjärt samband vid en koefficient om 0 (Bryman & Bell, 2017). Dessa koefficienter, tillsammans med att testet visar om sambandet är statistiskt signifikant, skapar möjlighet att dra slutsatser kring vilken av de uppställda hypoteserna som kan accepteras. Det bör dock påpekas att en av de kritiker som riktas mot den kvantitativa metoden är att mätprocessen som genomförs skapar en oriktig känsla av hur exakta resultaten är (Bryman & Bell, 2017). Att titta på den statistiska signifikansen och bedöma sina resultat utifrån den är ett sätt att hantera denna risk.

Teorin samt tidigare empirisk forskning som presenterats i föregående kapitel ligger till grund för de uppställda hypoteserna och skapar även möjlighet att föra ett resonemang kring de resultat som korrelations- och regressionsanalysen ger upphov till. I flera fall går åsikterna isär kring hur förklaringsvariablerna i studien bör påverka kapitalstrukturen och ett resonemang kan utifrån de resultat som framkommer föras kring varför det ena stämmer bättre än det andra. Detta kan dels ha förklaringar i den svenska kontexten men även i att detaljhandeln valts som bransch för denna studie samt storleken på företagen som studeras.

Resultatet skapar sedan möjligheter att dra slutsatser kring vilka variabler som kan förklara kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag, hur dessa variabler förklarar och till vilken grad. Detta kan sedan jämföras med tidigare studier för att se om det skiljer sig åt mellan länder samt i förhållande till andra branscher som undersökts. Den multipla regressionsanalysen ger även förklaringsgrad i form av ett justerat R^2 -värde vilket säger hur stor del av kapitalstrukturen som förklaras av de inkluderade förklaringsvariablerna.

3.5 Begränsningar

Med den metod som valts för studien tillkommer en del begränsningar. En kvantitativ metod har valts för att besvara syftet som är att göra en övergripande och statistisk undersökning. Den kvantitativa metoden bidrar dock till en analys som skapar en statisk bild av verkligheten och ger ingen vidare förklaring till hur människor förhåller sig till varandra (Bryman & Bell, 2017).

Insamling av data via Retriever Business innefattar vissa begränsningar som kan påverka studiens resultat. För att säkerställa jämförbarhet i urvalet har det kontrollerats att samtliga företag har upprättat årsredovisning enligt samma regler och normgivning i 2017 års redovisning. Det har kontrollerats att samtliga företag har följt K3 i deras årsredovisning från 2017 men inte att samma regelverk har följts mellan åren 2007–2017. Företag kan därmed ha bytt redovisningsprinciper under åren 2007–2017, vilket kan påverka räkenskaperna och därmed resultatet för studien.

Vidare innefattar urvalet koncerner såväl som ett eller flera dotterbolag inom samma koncern vilket gör att räkenskaperna kan räknas dubbelt i de fall som räkenskaper för både dotterbolag och koncernen som helhet inkluderas. Då det inte har varit möjligt att särskilja dotterbolagen från dess koncerner på ett systematiskt sätt har trots allt samtliga valts att inkluderas.

4. Resultat & analys

För att redogöra för de resultat som funnits i den statistiska bearbetningen av datan kommer inledningsvis den deskriptiva statistiken för de svenska detaljhandelsföretagen att presenteras och därefter följas av analys av hypoteser samt regressionsmodellen.

4.1 Beskrivande statistik

		Deskriptiv statistik					
		Skuldsättning (%)	Ålder (år)	Storlek (tkr)	Lönsamhet (%)	Tillväxt (%)	Tillgångsstruktur (%)
N	Giltiga	1845	1845	1845	1845	1435	1845
	Saknas	0	0	0	0	410	0
Medelvärde		57,780	24,900	253809,290	13,986	31,669	26,847
Median		58,745	21,000	86232,000	12,764	11,076	22,239
Standardavvikelse		22,452	17,260	445829,653	18,554	160,728	19,061
Skevhet		-0,055	1,697	3,632	-1,315	17,241	0,946
Standardavvikelse skevhet		0,057	0,057	0,057	0,057	0,065	0,057
Minimum		4,108	1	2601	-216,124	-79,006	0,263
Maximum		146,020	100	3898116	82,266	4299,731	99,988

Tabell 1: Deskriptiv statistik

Tabellen ovan ger en översiktlig bild av den data som bearbetats och visar den beskrivande statistiken per variabel. Värdena för "N-Giltiga" och "Saknas" visar på antalet observationer som varje variabel baseras på respektive antalet saknade värden. För samtliga variabler förutom tillväxt utgörs antalet observationer av 1 845 stycken. Anledningen till att antalet observationer för tillväxt skiljer sig åt är att definitionen av variabeln tillväxt, som utgörs av den procentuella förändringen av totala tillgångar över tre år, resulterar i att tillväxt för de första två åren (år 2009–2010) för samtliga företag inte beräknas. Detta eftersom den tidigaste datan hämtas från år 2009 och därav görs ingen beräkning av tillväxt för varken år 2009 eller 2010. Således består tillväxt av ett totalt antal observationer om 1 435 stycken. Efter beskrivning av antalet observationer och saknade värden följer variabelernas medelvärde, median, standardavvikelse, skevhet, standardfel i skevheten samt minimum- och maximumvärde för respektive variabel.

Utifrån urvalet och dess statistiska resultat visas genomsnittliga värden för variablerna för företagen inom den svenska detaljhandeln. Skuldsättningen i svenska detaljhandelsföretag inom urvalet är i genomsnitt 57,78 procent, vilket innebär att de totala skulderna utgör cirka 58 procent av de totala tillgångarna. Standardavvikelsen för skuldsättning har ett relativt lågt värde om 22,45 procent vilket tyder på en låg spridning som innebär att skuldsättningen i de olika företagen inte varierar i allt för stor grad. Bradley m.fl. (1984) har funnit att detaljhandeln har en skuldsättning som i genomsnitt ligger på 34,60 procent. Harris och Raviv (1991) menar att den graden av skuldsättning är hög relativt andra branscher. Således stämmer medelvärdet för skuldsättning för urvalet i denna studie överens med författarnas påstående att detaljhandeln har en hög skuldsättning.

Den deskriptiva statistiken för förklaringsvariablerna visas i kolumnerna för ålder, storlek, lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur. Den genomsnittliga åldern på ett företag inom urvalet är cirka 25 år med en standardavvikelse på drygt 17 år. Det yngsta och äldsta företagen i urvalet är 1 år respektive 100 år. Variabeln storlek visar att detaljhandelsföretag inom urvalet har i genomsnitt totala tillgångar till värde av 253 809,29 tkr. Med en hög standardavvikelse om 445 829,65 tkr visas det att observationerna för storlek har en mycket stor spridning i jämförelse

med de två tidigare nämnda variablerna skuldsättning och ålder. En anledning till den stora spridningen är att storleken mäts i absoluta tal vilket gör skillnaden mellan observationerna större.

Vidare visar statistiken på att detaljhandelsföretagen har en genomsnittlig lönsamhet på 13,99 procent med en standardavvikelse om 18,55 procent som tyder på en spridning i datan. Variabeln tillväxt visar att detaljhandelsföretag inom urvalet har haft en genomsnittlig tillväxt om 31,67 procent per år mellan åren 2011–2017 men att det förekommer en stor skillnad mellan företagen då standardavvikelsen har ett mycket högt värde om 160,73 procent. Den höga standardavvikelsen tillsammans med en stor skillnad mellan minimum- och maximumvärdet om -79,01 procent respektive 4299,73 procent visar på en mycket stor spridning i observationerna för tillväxt. Variabeln tillgångsstruktur har en mycket lägre spridning i jämfört med variabeln tillväxt vilket visas av en låg skevhetskoefficient. Vidare visar medelvärdet för tillgångsstruktur att detaljhandelsföretagen har i genomsnitt 26,85 procent anläggningstillgångar av sina totala tillgångar med en standardavvikelse på 19,06 procent. Procentsatsen visar att detaljhandelsföretag i genomsnitt har en lägre andel anläggningstillgångar och större andel omsättningstillgångar.

Den beskrivande statistiken presenterar skevheten i såväl den beroende som de oberoende variablerna. En normalfördelad datamängd uppvisar en skevhetskoefficient på 0 vilket innebär att den är centrerad kring medelvärdet (Jaggia & Kelly, 2019). Om skevhetskoefficienten istället avviker från noll visar det på att datan är asymmetrisk och att fler observationer i datasetet ligger i ena änden (Cortinhas & Black, 2012). Storleken på koefficienten visar på hur stor avvikelser från en asymmetrisk fördelning är, ett stort positivt eller negativt tal indikerar således en stor skevhet i datan. Skevheten undersöks för att skapa en förståelse för hur datan som används är fördelad (Jaggia & Kelly, 2019). I den aktuella datan är det främst två skevhetskoefficienter som sticker ut; de för förklaringsvariablerna storlek samt tillväxt. Variabeln storlek har en skevhetskoefficient om 3,63 och tillväxt en skevhetskoefficient om 17,24. Detta visar på att båda dessa variabler har en asymmetrisk fördelning där tyngdpunkten av observationerna ligger till vänster om medelvärdet. För tillväxtvariabeln är en mycket stor majoritet av observationerna lokaliserade långt till höger. Studiens beroende variabel, skuldsättning, är den mest normalfördelade variabeln med en skevhetskoefficient på -0,55.

4.2 Analys av hypoteser

Nedan kommer de uppsatta hypoteserna kring förklaringsvariablernas samband med den beroende variabeln att presenteras och analyseras. Detta görs genom resultaten från studiens korrelationsanalys och multipla regressionsanalys vilka visar sambanden mellan variablerna. I korrelationsanalysen är samtliga koefficienter signifikanta och visar som högst en korrelation om -0,14. Jaggia och Kelly (2019) beskriver ett samband om 0,09 som "extremt svagt" vilket således innebär att samtliga förklaringsvariabler i denna studie har svaga samband till den beroende variabeln. Även den multipla regressionsanalysen visar upp svaga samband mellan förklaringsvariablerna och den beroende variabeln skuldsättning och alla samband är inte heller signifikanta. Tittar man på modellens totala förklaringsgrad, det justerade R^2 -värdet, så visar detta på en förklaringsgrad om 0,045 vilket indikerar att studiens förklaringsvariabler endast förklarar en liten del av kapitalstrukturen.

4.2.1 Ålder

H_0 1: Skuldsättningen minskar inte med ökad ålder i svenska detaljhandelsföretag

H_1 1: Skuldsättningen minskar med ökad ålder i svenska detaljhandelsföretag

		Korrelation					
		Skuldsättning (%)	Ålder (år)	Storlek (tkr)	Lönsamhet (%)	Tillväxt (%)	Tillgångsstruktur (%)
Ålder (år)	Pearson korrelation	0,051*	1	0,085**	0,014	-0,55*	-0,076**
	Signifikans (2-tailed)	0,030		0,000	0,55	410	0,000
	N	1845	1845	1845	1845	1435	1845

* Korrelation signifikant på 0,05 signifikansnivå (2-tailed)

** Korrelation signifikant på 0,01 signifikansnivå (2-tailed)

Tabell 2: Korrelationsmatris för Ålder

		Koefficienter					
		Ostandardiserad B	Koefficienter Standardavvikelse	Standardiserade Koefficienter Beta	t	Signifikans	Statistik Multikollinearitet Tolerans VIF
Ålder (år)		0,000	0,000	0,037	1,394	0,164	0,964 1,038

Beroende variabel: Skuldsättning

Tabell 3: Regressionsanalys för Ålder

Korrelationsmatrisen visar en korrelation mellan skuldsättning och ålder för svenska detaljhandelsföretag som tyder på att det finns ett positivt samband om 0,051 på 5 procents signifikansnivå. Det finns således ett samband mellan variablerna som innebär att när ett företag blir äldre ökar skuldsättningen. Sambandet är svagt men den positiva koefficienten strider mot såväl tidigare empirisk forskning som pecking order-teorin vilka förutspår ett negativt samband. För att avgöra vilken hypotes som kan accepteras analyseras resultatet utifrån den multipla regressionen. Betakoefficienten för ålder är inte signifikant vilket innebär att det inte kan statistiskt säkerställas att det finns ett linjärt samband mellan ålder och skuldsättning i svenska detaljhandelsföretag. Således accepteras H_0 1.

Trots icke-signifikans för variabeln ålder strider dess betakoefficient med ett värde om 0,00 mot tidigare forskning som funnit signifikanta negativa samband mellan ålder och skuldsättning. Det har funnits stöds för pecking order-teorin i tidigare forskning (Petersen & Rajan, 1994; Michaelas m.fl., 1999) som säger att äldre företag bör ha större möjlighet att använda ackumulerade vinstmedel för finansiering än yngre företag. Det icke-signifikanta resultat som denna studie uppvisar tyder istället på att företagens ackumulerade vinster inte ökar med åldern och att något negativt samband mellan ålder och skuldsättning därmed inte uppstår. Det bör dock påpekas att sambandet har visats vara svagt även i Michaelas m.fl. (1999) studie med ett betavärde om -0,002, vilket ger indikationer om att resultatet i denna studie inte är helt avvikande.

4.2.2 Storlek

H_0 2: Skuldsättningen ökar inte med ökad storlek i svenska detaljhandelsföretag

H_1 2: Skuldsättningen ökar med ökad storlek i svenska detaljhandelsföretag

		Korrelation					
		Skuldsättning (%)	Ålder (år)	Storlek (tkr)	Lönsamhet (%)	Tillväxt (%)	Tillgångsstruktur (%)
Storlek (tkr)	Pearson korrelation	0,053*	0,085**	1	-0,059*	-0,038	0,147**
	Signifikans (2-tailed)	0,023	0,000		0,011	0,146	0,000
	N	1845	1845	1845	1845	1435	1845

* Korrelation signifikant på 0,05 signifikansnivå (2-tailed)

** Korrelation signifikant på 0,01 signifikansnivå (2-tailed)

Tabell 4: Korrelationsmatris för Storlek

		Koefficienter					
		Ostandardiserad B	Koefficienter Standardavvikelse	Standardiserade Koefficienter Beta	t	Signifikans	Statistik Multikollinearitet Tolerans VIF
Storlek (tkr)		0,000	0,000	0,070	2,643	0,008	0,962 1,039

Beroende variabel: Skuldsättning

Tabell 5: Regressionsanalys för Storlek

Korrelationen mellan skuldsättning och storlek visar på ett positivt samband om 0,05 på 5 procents signifikansnivå. Sambandet innebär att skuldsättningen ökar med ökade totala tillgångar (storlek). Detta är ett svagt samband som visar att ett företags storlek endast till viss del förklarar skuldsättningen i svenska detaljhandelsföretag. Den multipla regressionen visar likaså på ett positivt samband, dock med en betakoefficient om 0,00. Detta värde tyder på att det inte finns något linjärt samband mellan skuldsättning och storlek. Trots bevis om signifikans för variabeln storlek accepteras H_0 2 med anledning av att betavärdet inte är positivt.

Tidigare empirisk forskning kring sambandet mellan skuldsättning och storlek har kommit fram till olika slutsatser där bland annat Michaelas m.fl. (1999) och Abdou m.fl. (2012) argumenterar för ett positivt samband medan Chittenden m.fl. (1996) argumenterar för det motsatta. Förklaringen till att mindre företag har en lägre skuldsättning grundar sig bland annat i resonemang att mindre företag har högre kostnader för att överbrygga agentproblem kopplade till informationsasymmetri som finns mellan företagsledningen och långivare (Michaelas m.fl., 1999) vilket innebär att det blir mycket kostsamt att ta lån. När det istället funnits att mindre företag har en högre skuldsättning förklaras det delvis genom att kostnader för externt kapital kan vara högre än för större företag vilket resulterar i att de använder sig av skulder i större utsträckning i den mån de internt genererade medlen är otillräckliga (Chittenden m.fl., 1996). Denna studies resultat visar dock på att storleken inte bidrar till att förklara skuldsättningen i svenska detaljhandelsföretag och kan därmed inte styrka tidigare studier åt något håll. Detta resultat går i linje med Hutchinson och Hunters (1995) studie i vilken författarna menar att storlek generellt inte kan förklara kapitalstrukturen.

4.2.3 Lönsamhet

H_0 3: Skuldsättningen minskar inte med ökad lönsamhet i svenska detaljhandelsföretag

H_1 3: Skuldsättningen minskar med ökad lönsamhet i svenska detaljhandelsföretag

		Korrelation					
		Skuldsättning (%)	Ålder (år)	Storlek (tkr)	Lönsamhet (%)	Tillväxt (%)	Tillgångsstruktur (%)
Lönsamhet (%)	Pearson korrelation	-0,098**	0,014	-0,059*	1	0,005	-0,099**
	Signifikans (2-tailed)	0,000	0,550	0,011		0,840	0,000
	N	1845	1845	1845	1845	1435	1845

* Korrelation signifikant på 0,05 signifikansnivå (2-tailed)

** Korrelation signifikant på 0,01 signifikansnivå (2-tailed)

Tabell 6: Korrelationsmatris för Lönsamhet

		Koefficienter					
		Ostandardiserad B	Koefficienter Standardavvikelse	Standardiserade Koefficienter Beta	t	Signifikans	Statistik Multikollinearitet Tolerans VIF
Lönsamhet (%)		-0,134	0,031	-0,111	-4,265	0,000	0,985 1,039

Beroende variabel: Skuldsättning

Tabell 7: Regressionsanalys för Lönsamhet

Skuldsättning och lönsamhet påvisar i korrelationsmatrisen ett negativt samband om 0,098 på 1 procents signifikansnivå. I den multipla regressionsanalysen visar betakoefficienten på ett negativt samband om 0,13 på 1 procents signifikansnivå, vilket innebär att när lönsamheten ökar med 1 procent minskar skuldsättningen med 0,13 procent. De båda koefficienterna uppvisar alltså samma riktning på sambandet vilket styrker den uppsatta mothypotesen och leder till att H_1 3 accepteras. Även dessa samband är dock svaga vilket innebär att lönsamhetens förmåga att förklara skuldsättningen är marginell.

Riktningen går i linje med pecking order-teorin vilken säger att företag med högre lönsamhet har mer ackumulerade vinstmedel att använda vilket gör att de tar mindre lån (Titman & Wessels, 1988). Alternativt kan det negativa sambandet förklaras genom att hög skuldsättning har en negativ inverkan på lönsamhet och genererar därmed en lägre nivå då hög skuldsättning innefattar skuldförpliktelser som innefattar kostnader. Motsvarande samband har även kunnat konstateras i tidigare studier av lönsamhetens möjlighet att förklara kapitalstruktur i detaljhandelsföretag, ett samband som därmed styrks ytterligare genom denna studie men som uppvisas till lägre grad än tidigare identifierats. Agentteorin föreslår ett motsatt samband då mer lönsamma företag enligt teorin bör ha en högre skuldsättning för att kontrollera ledningens beteende (Frank & Goyal, 2003). Utifrån denna och tidigare empiriska studier är detta dock ett samband som inte kan styrkas utan pecking order-teorin är den teori som bäst kan förklara sambandet. Den agentkonflikt som uppstår till följd av hög lönsamhet kan istället hanteras på andra sätt, till exempel genom att göra VD till delägare och på så sätt se till att ägare och lednings intressen ligger mer i linje med varandra. I denna studie har ingen information om ägarstruktur inhämtats men om det hade gjorts hade detta kunnat visa på samband mellan ägarstrukturen och kapitalstrukturen. En möjlig förklaring är att lönsamma företag väljer mellan en lägre skuldsättning och att istället till exempel göra VD till delägare, eller att öka skuldsättningen och då inte behöva kompensera VD på samma sätt. Det som kan konstateras utifrån denna studie är dock enbart att sett som helhet har lönsamma svenska detaljhandelsföretag lägre skuldsättning än mindre lönsamma företag.

4.2.4 Tillväxt

H_0 4: Skuldsättningen ökar inte med ökad tillväxt i svenska detaljhandelsföretag

H_1 4: Skuldsättningen ökar med ökad tillväxt i svenska detaljhandelsföretag

		Korrelation					
		Skuldsättning (%)	Ålder (år)	Storlek (tkr)	Lönsamhet (%)	Tillväxt (%)	Tillgångsstruktur (%)
Tillväxt (%)	Pearson korrelation	0,088**	-0,055*	-0,038	0,005	1	0,017
	Signifikans (2-tailed)	0,001	0,036	0,146	0,840		0,525
	N	1845	1845	1845	1845	1435	1845

* Korrelation signifikant på 0,05 signifikansnivå (2-tailed)

** Korrelation signifikant på 0,01 signifikansnivå (2-tailed)

Tabell 8: Korrelationsmatris för Tillväxt

		Koefficienter					
		Ostandardiserad B	Koefficienter Standardavvikelse	Standardiserade Koefficienter Beta	t	Signifikans	Statistik Multikollinearitet Tolerans VIF
Tillväxt (%)		0,014	0,004	0,098	3,785	0,000	0,991 1,009

Beroende variabel: Skuldsättning

Tabell 9: Regressionsanalys för Tillväxt

Korrelationsmatrisen visar på ett positivt samband mellan skuldsättning och tillväxt i svenska detaljhandelsföretag om 0,088 på 1 procents signifikansnivå. Denna riktning på sambandet återkommer även i den multipla regressionsanalysen där betakoefficienten är 0,014 på 1 procents signifikansnivå. Således ökar skuldsättningen med 0,014 procent när tillväxten ökar med 1 procent. Trots det låga värdet på koefficienten stämmer det uppvisade sambandet överens med mothypotesen vilket innebär att H_1 4 accepteras.

De två huvudteorierna, pecking order och trade off, gör motsatta antaganden om hur tillväxt påverkar skuldsättningen. Trade off-teorin förutspår ett negativt samband då tillväxt och skulder ökar risken för företaget (Dakua, 2019). Pecking order-teorin argumenterar istället för att företag med högre skuldsättning bör ha högre tillväxtpotential vilket skulle leda till ett positivt samband (Dakua, 2019). Resultatet i denna studie går i linje med det som förutspås av pecking order-teorin. Detta är även det vanligast förekommande sambandet som uppmäts i empiriska studier enligt sammanställningen gjord av Kumar m.fl. (2017). Författarna för resonemanget att detta beror på att tillväxt kräver investeringar och att investeringar i sin tur kräver kapital. Eftersom skulder är billigare än eget kapital används detta i första hand för att finansiera investeringar vilket då leder till en högre skuldsättning. Det är även detta användningsområde som diskuteras för långfristiga skulder i pecking order-teorin. Dessa används när de internt genererade medlen inte är tillräckliga eller när oförutsägbara fluktuationer sker gällande investeringsmöjligheter. Inte minst i en konkurrensutsatt bransch som detaljhandeln är det viktigt att agera på möjligheter som uppstår för att fortsätta utveckla verksamheten. I många fall kan dessa möjligheter uppstå utan någon större förvarning och internt genererade medel kan då vara otillräckliga för att finansiera investeringen, vilket innebär att långfristiga skulder istället används för att kunna fortsätta utveckla verksamheten och växa.

4.2.5 Tillgångsstruktur

H_0 5: Skuldsättningen ökar inte med ökad andel materiella tillgångar i svenska detaljhandelsföretag

H_1 5: Skuldsättningen ökar med ökad andel materiella tillgångar i svenska detaljhandelsföretag

Korrelation						
		Skuldsättning (%)	Ålder (år)	Storlek (tkr)	Lönsamhet (%)	Tillväxt (%)
Tillgångsstruktur (%)	Pearson korrelation	-0,143**	-0,076**	0,147**	-0,099**	0,017
	Signifikans (2-tailed)	0,000	0,001	0,000	0	0,525
	N	1845	1845	1845	1845	1435

* Korrelation signifikant på 0,05 signifikansnivå (2-tailed)

** Korrelation signifikant på 0,01 signifikansnivå (2-tailed)

Tabell 10: Korrelationsmatris för Tillgångsstruktur

Koefficienter						
	Ostandardiserad B	Koefficienter Standardavvikelse	Standardiserade Koefficienter Beta	t	Signifikans	Statistik Multikollinearitet Tolerans VIF
Tillgångsstruktur (%)	-0,192	0,031	-0,163	-6,185	0,000	0,958 1,044

Beroende variabel: Skuldsättning

Tabell 11: Regressionsanalys för Tillgångsstruktur

Resultatet från den femte och sista förklaringsvariabeln visar i korrelationsmatrisen på ett negativt samband mellan skuldsättning och andel materiella tillgångar om 0,14 på 1 procents signifikansnivå. Betakoefficienten i den multipla regressionsanalysen visar på ett negativt samband om 0,19 på 1 procents signifikansnivå. I båda fallen är sambandet mellan skuldsättning och andel materiella tillgångar det starkaste som uppvisas i studien. Betakoefficienten innebär att om andelen materiella tillgångar ökar med 1 procent minskar skuldsättningen med 0,19 procent. Sambandet går emot H_1 5 som förutspår ett positivt samband vilket innebär att H_0 5 accepteras.

Mothypotesen baseras på att materiella tillgångar kan användas som säkerheter för lån vilket kan sänka såväl lånekostnader som agentkostnader (Frank & Goyal, 2003; Dakua, 2019). Utifrån detta bör ökad andel materiella tillgångar uppmuntra till och möjliggöra en högre skuldsättning. Samtidigt argumenterar Titman och Wessels (1988) för att företag med låg andel tillgångar som kan användas som säkerhet, medvetet kan ha en högre skuldsättning då detta ökar pressen på ledningen för att undvika konkurs. Detta agerande är ett sätt för ägarna att hantera agentkonflikter med ledningen. Det negativa sambandet kan vara ett tecken på att de materiella tillgångarna i detaljhandelsföretag som till stor del utgörs av omsättningstillgångar, till exempel i form av varulager, inte godtas som säkerhet för lån och därmed inte möjliggör en högre skuldsättning.

4.3 Analys av multipel regression

Modellsummering

R	R ²	Justerat R ²	Standardavvikelse för måttet
0,229	0,052	0,045	0,219

Förklaringsvariabler: Ålder, Storlek, Lönsamhet, Tillväxt, Tillgångsstruktur, År 4, År 5, År 6, År 7, År 8, År 9

Beroende variabel: Skuldsättning

Tabell 12: Sammanfattning multipel regressionsanalys

ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean square	F	Sig.
Regression	3,777	11	0,343	7,132	0,000
Residual	68,509	1423	0,048		
Totalt	72,286	1434			

Förklaringsvariabler: Ålder, Storlek, Lönsamhet, Tillväxt, Tillgångsstruktur, År 4, År 5, År 6, År 7, År 8, År 9

Beroende variabel: Skuldsättning

Tabell 13: ANOVA multipel regressionsanalys

Koefficienter

	Ostandardiserad B	Koefficienter Standardavvikelse	Standardiserade Koefficienter Beta	t	Signifikans	Statistik Multikollinearitet Tolerans	VIF
(Konstant)	0,627	0,017		37,933	0,000		
Ålder (år)	0,000	0,000	0,037	1,394	0,164	0,964	1,038
Storlek (tkr)	0,000	0,000	0,070	2,643	0,008	0,962	1,039
Lönsamhet (%)	-0,134	0,031	-0,111	-4,265	0,000	0,985	1,039
Tillväxt (%)	0,014	0,004	0,098	3,785	0,000	0,991	1,009
Tillgångsstruktur (%)	-0,192	0,031	-0,163	-6,185	0,000	0,958	1,044
År 4	-0,012	0,020	-0,016	-0,578	0,563	0,841	1,189
År 5	-0,031	0,020	-0,044	-1,553	0,121	0,840	1,191
År 6	-0,018	0,020	-0,025	-0,891	0,373	0,838	1,193
År 7	-0,006	0,020	-0,009	-0,312	0,755	0,834	1,199
År 8	0,010	0,020	0,015	0,518	0,605	0,833	1,201
År 9	0,020	0,020	0,027	0,966	0,334	0,827	1,209

Beroende variabel: Skuldsättning

Tabell 14: Multipel regressionsanalys

Den multipla regressionsanalysen, vilken inkluderar samtliga förklaringsvariabler i studien samt dummyvariabler för år 4–9, ger en övergripande bild av hur väl studiens modell fungerar för att avgöra vilka variabler som förklarar kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag. Inledningsvis kan det konstateras att det inte föreligger någon multikollinearitet mellan förklaringsvariablerna och att dess betakoefficienter därmed visar det faktiska sambandet med skuldsättningen. Detta visas genom VIF-värdena för samtliga förklaringsvariabler som är lägre än 1,21. Signifikansvärdet för modellen är lägre än 0,01 vilket innebär att resultaten kan antas gälla i 99 fall av 100 och kan användas generaliserande för att förklara hela populationen.

När det gäller dummyvariablerna, vilka ska visa om det går att se en förändring mellan år, är ingen av koefficienterna signifikanta på 5 procents signifikansnivå. Det innebär att årens

påverkan kan antas vara noll och att någon markant skillnad i kapitalstrukturen hos företagen mellan åren således inte föreligger. De koefficienter som uppvisas indikerar även att skillnaden mellan åren, om den hade varit signifikant, hade varit mycket liten med en högsta betakoefficient om -0,03. Detta resultat indikerar att händelser i omvärlden under de nio år data hämtats från, såsom förändringar i konjunkturen, inte har påverkat svenska detaljhandelsföretags kapitalstruktur.

Modellen ger en förklaringsgrad, som mäts genom justerat R^2 , om 0,045 vilket innebär att förklaringsvariablerna tillsammans med dummyvariablerna förklarar 4,5 procent av skuldsättningen för svenska detaljhandelsföretag. Detta är en låg förklaringsgrad som tyder på att de förklaringsvariabler som används i denna studie endast till viss del förklarar skuldsättningen i svenska detaljhandelsföretag. Således finns det variabler som är en betydande del av förklaringen till skuldsättningen som inte inkluderats i denna studie.

4.4 Resultatdiskussion

Det finns tidigare forskning kring kapitalstruktur som uppvisar liknande värde för förklaringsgrad som denna studie. Chittenden m.fl. (1996) gör i sin studie regressionsanalyser för kortfristiga skulder, långfristiga skulder och totala skulder. Det justerade R^2 -värdet för modellen med totala skulder blir 0,042 vilket är i linje med denna studies förklaringsgrad. Författarna förklarar den låga förklaringsgraden med att flera av förklaringsvariablerna visar motsatta tecken för sambanden med kortfristiga skulder och långfristiga skulder. Dessa motsägande samband leder till att sambandet med de totala skulderna till viss del elimineras och är en del av förklaringen till det låga R^2 -värdet. I denna studie har enbart totala skulder använts och ett resonemang kring skillnader mellan kortfristiga och långfristiga skulder kan således inte föras. Att sambanden varierar mellan de olika skulderna kan dock vara en del av förklaringen till det låga R^2 -värdet även i denna studie.

En annan anledning till förklaringsgraden kan vara att studien utelämnat viktiga förklaringsvariabler. Ett urval har gjorts där de vanligast förekommande förklaringsvariablerna inkluderats, men majoriteten av de tidigare empiriska studier som inspiration hämtats från har använt sig av fler förklaringsvariabler. Vilka dessa har varit har varierat men exempel är risk, skattesköld, marginalskatt och volatilitet i intäkter (Titman & Wessels, 1988; Michaelas m.fl. 1999). Det är möjligt att denna studies förklaringsgrad hade ökat och en bättre bild av svenska detaljhandelsföretags kapitalstruktur hade kunnat ges om även dessa variabler inkluderats. Vidare används generella variabler i denna studie som tidigare undersökts i icke branschspecifika studier vilket kan ha en påverkan på resultatet i denna studie som fokuserar på en bransch. Resultaten visar på att definitionen av variablerna inte helt passar för att appliceras på den svenska detaljhandeln, vilket gör att variablerna inte anses vara helt generaliserbara. Därmed kan det antas att annan definition eller andra variabler passar bättre för att förklara kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag. Det finns med största sannolikhet inte en uppsättning förklaringsvariabler som helt förklarar kapitalstrukturen i den svenska detaljhandelsbranschen. Detta dels då många delar är svåra att fånga i en variabel och dels för att det råder en stor heterogenitet inom branschen vilket gör att agerandet varierar mellan företag. Då den tidigare forskning denna studie hämtat inspiration från uppvisat högre förklaringsgrader än denna verkar det dock som att ytterligare variabler hade kunnat ökat modellens förklaringsgrad.

I tidigare studier, vilka har inkluderat olika branscher, har bland annat Michaelas m.fl. (1999) kunnat se signifikant skillnad mellan de olika branschernas kapitalstruktur. Detta kan resoneras bero på de olika branschernas verksamhet och behov av kapital. Den låga förklaringsgraden i denna studie kan till viss del bero på att företagen i urvalet är för heterogena för att kunna räknas till en bransch. Detaljhandelsbranschen är heterogen i den mån att underbranscherna innefattar

olika verksamheter med olika risk och har därmed olika behov av skulder respektive eget kapital. I urvalet finns till exempel dagligvaruhandel, klädhandel och elektronikhandel vilka kan antas ha olika affärsmodeller vilket kan motivera olika kapitalstrukturer. Även risken kan variera mellan dessa underbranscher där dagligvaruhandeln är mindre konjunkturkänslig än sällanköpsvaruhandeln (Svensk Handel, u.å.). Sällanköpsvaruhandeln påverkas negativt i större utsträckning och anses därmed innefatta större risk. Denna skillnad i risk kan motivera olika kapitalstrukturer för att möjliggöra överlevnad på lång sikt för företaget. Om risk hade inkluderats som förklaringsvariabel i denna studie hade risken inom branschen kunnat undersökas. Utifrån de tidigare nämnda skillnaderna inom branschen skulle risk kunna ha en viss påverkan på kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag där en mer riskfylld verksamhet kan ha en lägre skuldsättning.

Trots att modellen och vissa enskilda variablers förmåga att förklara skuldsättning visar statistisk signifikans och därmed visar resultat som är generaliserbara för hela populationen, kan det konstateras att regressionsmodellen inte är fullt passande för att förklara kapitalstruktur i svenska detaljhandelsföretag. Låg förklaringsgrad tillsammans med låga värden på betakoefficienterna tyder på att modellen utelämnar betydande variabler som förklarar kapitalstrukturen i större utsträckning än de förklaringsvariabler som presenteras i denna studie. Det kan fastställas att variablerna förklarar skuldsättningen till viss del men att de inte är tillräckliga för att förklara hela kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag.

5. Slutsats

Enligt Svensk Handel (u.å.) föreligger det lönsamhetsproblem inom detaljhandeln som kan förklaras genom förändringar som konsekvens av ökad konkurrens genom globalisering, digitalisering och nya konsumentbeteenden. Därmed är det av relevans att undersöka vad som kan förklara kapitalstrukturen inom branschen då kapitalstruktur visar på företags långsiktiga överlevnadsförmåga och förmåga att agera på investeringsmöjligheter. Denna studies syfte är att empiriskt undersöka hur de företagsspecifika variablerna ålder, storlek, lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur kan förklara kapitalstrukturen hos svenska företag inom detaljhandeln. Dessa variablers påverkan har sedan analyseras med hjälp av teori kring kapitalstruktur.

Utifrån de resultat som studien genererat kan konstateras att två av fem mothypoteser kan accepteras gällande variablernas förmåga att förklara kapitalstrukturen. De mothypoteser som accepteras är de för lönsamhet samt tillväxt. Det finns ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättning som innebär att skuldsättningen i svenska detaljhandelsföretag minskar med ökad lönsamhet. Detta tyder på att branschen har ett finansieringsbeteende som stämmer överens med pecking order-teorin i motsats till trade off-teorin eftersom det kan antydast att branschen förlitar sig mer på internt genererade medel för att generera lönsamhet. Alternativt kan sambandet förklaras genom den höga skuldsättningen om 58 procent som indikerar att skuldförpliktelse påverkar branschens lönsamhet negativt. Vidare visas sambandet mellan tillväxt och skuldsättning vara positivt vilket innebär att skuldsättningen ökar när tillväxten ökar. Även detta visar på pecking order-teorin då sambandet kan förklaras av att tillväxt kräver investeringar som i sin tur kräver kapital och då skulder är billigare än eget kapital används detta i första hand.

De nollhypoteser som accepteras är hypoteserna för ålder, storlek och tillgångsstruktur. För ålder fann studien inget signifikant samband. För storlek var sambandet signifikant men kunde avrundas till 0,00 vilket tyder på att inget linjärt samband existerar. Även för materiella tillgångar var sambandet signifikant men här visades motsatt tecken mot vad som förutspått i mothypotesen. Det uppvisade negativa sambandet tyder på att svenska detaljhandelsföretag har en relativt låg andel materiella tillgångar som godtas som säkerhet för lån. Detta gör att skuldsättningen inte ökar när andelen materiella tillgångar ökar. Utifrån de samband som visas i resultaten kan konstateras att variablerna lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur bidrar till att förklara kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag.

Den kvantitativa ansatsen har gjort det möjligt att kunna dra generella slutsatser tack vare den stora datamängd som använts. En nackdel med den valda metoden är dock att resultaten inte visar orsaken till varför det ser ut som det gör. Vid en kvalitativ ansats hade dessa orsaker kunnat undersökas på ett mer tillförlitligt sätt. Resultatet utifrån studiens modell visar på en låg förklaringsgrad om 4,5 procent. Detta kan till exempel bero på att de förklaringsvariabler som undersökts inte är tillräckliga alternativt inte passar för att förklara kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag. En av anledningarna till detta kan vara att gruppen företag som studeras är mycket heterogen och att det därför inte går att generalisera kapitalstrukturen för detaljhandeln som en bransch. Andra liknande studier har funnit starkare samband mellan kapitalstruktur och de förklaringsvariabler som använts men dessa samband återfinns alltså inte i den svenska kontexten vilket tyder på att även landspecifika faktorer kan ha en vara en del av förklaringen. På grund av problemet med koncerntillhörighet och att en stor andel av urvalet består av dotterbolag inom koncerner kan även detta vara en faktor som påverkat studiens resultat. Om enbart koncernredovisningar och årsredovisningar från fristående juridiska personer studerats är det möjligt att kapitalstrukturen, och därmed även resultaten, hade sett annorlunda ut. Utifrån den data som funnits tillgänglig anses dock den

valda avgränsningen, att inkludera även dotterbolag, ha varit nödvändig för att kunna genomföra studien.

Trots att flera studier finner starkare samband mellan förklaringsvariablerna och kapitalstruktur finns det generella studier där flera branscher undersökts som uppvisar låga betakoefficienter och i vissa fall även ett lågt justerat R^2 . Dessa studier tittar på populationer med stor heterogenitet och förklaringsvärdet i denna studie kan således vara ett tecken på att detaljhandeln är en heterogen bransch vilket gör det svårt att dra slutsatser och hitta förklaringar som stämmer överens för alla företag. Kanske hade resultatet sett annorlunda ut om en avgränsning hade gjorts till en del av detaljhandeln, exempelvis dagligvaruhandeln, då detta är en mycket mer homogen grupp företag.

Utifrån studiens resultat är det möjligt att dra vissa generella slutsatser. Dessa är att lönsamhet, tillväxt och tillgångsstruktur till viss del förklarar kapitalstrukturen i svenska företag som verkar inom detaljhandelsbranschen. Denna studie bidrar till att ta ett steg mot att öka förståelsen för vad som kan förklara kapitalstruktur inom detaljhandelsbranschen och kan verka som grund för andra forskare att ta vid för fortsatt undersökning. För beslutsfattare inom branschen är det i hög grad fördelaktigt med insikt i vad det är som faktiskt förklarar kapitalstrukturen och förstå varför kapitalstrukturen ser ut som den gör. Inte minst då strukturella förändringar ställer krav på agerande genom investeringar som avgörs av detaljhandelsföretagens finansiella balans vilken är en förutsättning för långsiktig överlevnad.

5.1 Förslag till vidare forskning

Den låga förklaringsgraden i denna studie uppmuntrar till vidare studier inom samma område. Kapitalstruktur och vad som kan förklara den är intressant kunskap för många och det finns således flera anledningar till att fortsätta studera området. Några förslag på vad som kan göras framöver med utgångspunkt i denna studie presenteras nedan.

Förklaringsmodellen kan kompletteras med ytterligare variabler. Dels finns variabler från tidigare empiriska studier som ej använts i denna som skulle kunna användas, men det skulle även kunna finnas andra förklaringsvariabler att använda. Dessa skulle kunna bestå av sådant som är mer specifikt för den svenska kontexten och kan hjälpa till att förklara varför många av de förklaringsvariabler som använts idag inte fungerar lika väl i den svenska kontexten som den gjort i andra länders. På så sätt skulle en modell som bättre förklarar kapitalstrukturen i svenska detaljhandelsföretag kunnat skapas.

Den heterogenitet som diskuterats i analysen är ett annat område för vidare forskning. Detaljhandeln som helhet kan vara för heterogen för att det ska vara möjligt att hitta en modell som stämmer överens för alla företag. Istället kanske branschen kan delas in i smalare kategorier för att se om den modell som använts här visar på starkare samband inom en mer homogen grupp företag. Ytterligare en tänkbar riktning för vidare forskning är en mer generell studie över vilka variabler som kan förklara kapitalstrukturen i svenska företag i allmänhet. I en sådan studie kan det gå att se hur förklaringsgraden för modellen skiljer sig mellan företag för flera branscher i förhållande till företag inom en bransch.

Urvalet i denna studie har ej kontrollerats för eventuellt tillhörande till koncern. Att ett bolag ingår i en koncern kan innebära att kapital placeras strategiskt i de olika dotterbolagen och att ett dotterbolags kapitalstruktur ej ger en fullskalig bild av verkligheten. Detta kan alltså vara fallet i denna studie. Det hade därför varit intressant att tydligare urskilja svenska företag som inte ingår i en koncern alternativt är moderbolag i en koncern och tillhandahåller koncernredovisning för att se om resultat från dessa företag skiljer sig från denna studies.

Ytterligare en väg att gå kan vara att titta på de noterade företag som finns då dessa kan ha möjlighet att påverka sin kapitalstruktur på andra sätt än icke-noterade företag.

6. Referenser

Abdou, H. A., Kuzmic, A., Pointon, J. & Lister, R.J. (2012) Determinants of Capital Structure in the UK Retail Industry: A Comparison of Multiple Regression and Generalized Regression Neural Network. *Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management* 19 s. 151-169

Bolagsverket. (2019). Starta aktiebolag.

<https://bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/starta/starta-aktiebolag-1.3126>. Senast uppdaterad 2019-04-11. Hämtad 2019-04-23.

Bradley, M., Jarrel G. & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance* 39(3), 857–880

Brealey, R., A., Myers, S., C. & Allen, F. (2006). *Principles of Corporate Finance, International Edition* 8. New York: McGraw-Hill Companies

Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder, Upplaga 3*. Stockholm: Liber AB

Chittenden, F., Graham, H. & Hutchinson, P. (1996). Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics* 8 s. 59-67

Cortinhas, C. & Black, K. (2012). *Statistics for Business and Economics, 1st European Edition*. West Sussex: John Wiley & Sons

Dakua, S. (2019). Effect of Determinants on Financial Leverage in Indian Steel Industry: A Study on Capital Structure. *International Journal of Financial Economics* 24 s. 427-436

Delicado Teixeira, N. M. & Meli Parreira, J. F. (2015). Determinants of capital structure of the information technology industry. *International Journal of Management Science & Technology Information*, (15) 115-133

Donaldson, G. (1961) *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration

Field, A. (2009). *Discovering Statistics Using SPSS. Third Edition*. London: SAGE Publications.

Frank, M. Z. & Goyal, V.K. (2003). *Capital Structure Decisions*. American Finance Association 2004 San Diego Meetings

Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance* 46(1) s. 297-355

Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*. Cambridge: Cambridge University Press

Hutchinson, R. & Hunter, L. (1995). Determinants of Capital Structure in the Retailing Sector in the UK. *The International Review of Retail, Distribution and Consumer Research* 5.1 s. 63-78

Jaggia, S. & Kelly, A. (2019) *Business Statistics Communicating with Numbers. Third Edition*. New York: McGraw Hill Education

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 s. 305-360

Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A State-preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance* 28 s. 911-922

Kumar, S., Colombage, S. & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: A review and future directions. *International Journal of Management* 13(2) s. 106-132

Marsh, P. (1982). The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study, *Journal of Finance*, 37(1), 121–143

Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics* 12 s. 113–130

Modigliani, F. & Miller, H. M. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment. *The American Economic Review* 48(3) s. 261-297

Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* 39(3) s.575-592

Myers, S.C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives* 15(2) s. 81-102

Nilsson, H., Isaksson, A., Martikainen, T. (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur.

Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance* 49(1) s. 3–37.

Scott, J.H. (1977). Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance* 32(1) s. 1-19

SFS 1995:1554. *Årsredovisningslagen*. Stockholm: Justitiedepartementet

Svensk Handel (2017). *Nyckeltal för detaljhandeln*. Hämtad från: <https://www.svenskhandel.se/globalassets/dokument/aktuellt-och-opinion/rapporter-och-foldrar/finansiella-nyckeltal/nyckeltal-for-detaljhandeln-2017.pdf>

Svensk Handel. (2018) *Det stora detaljhandelsskiftet 2018*. Hämtad från: https://www.svenskhandel.se/globalassets/dokument/aktuellt-och-opinion/pressmeddelande/rapport_det-stora-detaljhandelsskiftet_2018-digital-version.pdf

Svensk Handel (u.å.). *Detaljhandelns lönsamhet*. Hämtad från: <http://www.hui.se/statistik-rapporter/index-och-barometrar/detaljhandelns-lonsamhetsrapport>

Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance* 43(1) s.1-19